

## **FRANCISCO JOSÉ ORTEGA: DESTACADO ACADÉMICO, VISIONARIO BANQUERO CENTRAL**

---

**Roberto Steiner\***

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

Investigador Asociado de Fedesarrollo.



Francisco José Ortega

## INTRODUCCIÓN

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

Los cambios efectuados en 1991 y los logros alcanzados por el nuevo BdR han sido discutidos por varios autores<sup>1</sup>. Un aspecto particularmente interesante, y que a nuestro juicio no ha recibido la suficiente atención, tiene que ver con el hecho de que este profundo cambio institucional no emanó de una situación de crisis, no fue producto de la imposición de algún organismo internacional, tampoco fue el resultado de promesas hechas en una campaña electoral<sup>2</sup>. Como discutimos más adelante, la reforma de 1991 fue concebida en el Banco, bajo el liderazgo de Francisco Ortega. Fue Ortega quien hizo el ‘trabajo político’ con los miembros de la Asamblea Constituyente; fue él el encargado de conducir el Banco durante

---

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

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

la transición<sup>3</sup>; y, de no haber sido por su precaria salud, estaba destinado a ser el primer gerente del nuevo banco emisor<sup>4</sup>.

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

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

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

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

---

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

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

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

### **A. DÍAS TEMPRANOS (1955-1964)**

Francisco José Ortega nació en Bogotá el 2 de julio de 1938. Hijo de Francisco Ortega y de Elvira Acosta, fue el mayor de cinco hermanos. Luego de graduarse de Bachiller en el Liceo de Cervantes en 1955<sup>5</sup>, ingresó a la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes. En dicha facultad, cuyo decano era Hernán Echavarría Olózaga, tomó, entre otros, cursos de Comercio Internacional, Legislación Comercial, Ingreso Nacional, Finanzas Públicas, Moneda y Bancos, Economía Agrícola y Teoría del Crecimiento.

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

Ortega se gradúa en la universidad el 10 de diciembre de 1960, con un destacado promedio de 3,4 sobre 4<sup>6</sup>, y junto con él, siete personas más, entre ellas Rafael Isaza Botero, amigo y colaborador por el resto de su vida<sup>7</sup>. Una vez obtenido el título de economista, se vincula como agregado de investigación al CEDE<sup>8</sup>. En 1962, con una beca otorgada por la Fundación Rockefeller, viaja a Nashville, Tennessee, para adelantar una maestría en Economía, en la

---

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

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

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

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

Universidad de Vanderbilt, donde cursó un programa que se concentraba en temas de desarrollo<sup>9</sup>.

Finalizando su maestría, decide elaborar su tesis sobre asuntos de distribución regional del ingreso, bajo la asesoría de Jorge Ruiz Lara<sup>10</sup>. La fuente de información utilizada fue el total de cheques pagados en las principales ciudades. Para Ruiz Lara el tema de tesis resultaba tan interesante y novedoso que ofreció financiarla con fondos del CEDE e incluso publicarla. En una elogiosa carta a Ortega, Ruiz Lara le manifestaba:

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

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

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

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

---

<sup>9</sup> Ortega además fue admitido en la Universidad de Indiana, en Bloomington.

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

investigadores. Su primer trabajo en el CEDE, elaborado con Rafael Prieto<sup>11</sup> antes de terminar su maestría, fue “Colombia: proyecciones de población y métodos empleados”, publicado en 1962. Este estudio consistió en el cálculo de proyecciones de población por quinquenios, desde 1951 hasta 1975. La descomposición de la población se hizo por género, grupos de edad y urbana/rural, además de cálculos sobre la población económicamente activa. Las predicciones estaban basadas en el censo de 1951 y complementadas con datos sobre mortalidad y natalidad del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). La metodología implementada se conoce como el ‘método de los componentes’, técnica que en aquel tiempo recomendaba la Organización de las Naciones Unidas (ONU).

En 1966 Ortega es nombrado director del CEDE en reemplazo de Miguel Urrutia, quien había asumido el cargo de secretario general del Ministerio de Hacienda<sup>12</sup>. Sus responsabilidades administrativas no lo distrajeron de su pasión por la investigación. El siguiente estudio que adelantaría en el CEDE sería *Investigación sobre el ingreso y distribución del gasto familiar urbano en Colombia: Bogotá, Cali, Medellín y Barranquilla*, publicado en 1967, una vez más en coautoría con Rafael Prieto. Este trabajo, que formó parte del Programa de Estudios Conjuntos de Integración Económica Latinoamericana (Eciel)<sup>13</sup>, consistió en el diseño de la muestra, la encuesta piloto y la evaluación del trabajo de campo. Para destacar, la vinculación al proyecto de las universidades del Valle, Antioquia y Atlántico. La financiación estuvo a cargo del Departamento Administrativo de Planeación (hoy DNP), el BdR y el Instituto Colombiano de la Reforma Agraria (Incora). El estudio fue pionero en tres dimensiones: i) arrojó las primeras estimaciones para Colombia de las funciones de consumo y

---

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

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

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

cálculos de elasticidades al ingreso<sup>14</sup>; ii) produjo información sobre la distribución de ingresos urbanos, y iii) determinó la estructura de gastos para distintas categorías de bienes.

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

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

En 1969, en coautoría con Rafael Isaza<sup>16</sup>, Ortega publica el estudio *Encuestas urbanas de empleo y desempleo: análisis y resultados*, quizás el primero a escala nacional urbana sobre ocupación y desocupación, constituyéndose en precursor de la sección de empleo y desempleo en la *Encuesta de hogares* del DANE. Este informe caracteriza los rasgos más importantes de la población económicamente activa y cuantifica por primera vez las tasas de desempleo urbano. El proyecto fue financiado por el BdR, el DNP, la Fundación Rockefeller y la Universidad de los Andes. Las encuestas urbanas de empleo y desempleo se realizaron también

---

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

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

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

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

En 1970, junto con Rafael Prieto Durán y Roberto Villaveces<sup>17</sup>, Ortega recibe el prestigioso Premio Alejandro Ángel Escobar por el trabajo *Encuesta de presupuestos familiares en Barranquilla, Bogotá, Cali y Medellín*, elaborado en el CEDE y publicado en 1969 (fotos 1 y 2)<sup>18</sup>. Se trata de un estudio sobre la estructura del gasto urbano y la distribución del ingreso, tomando como unidad de muestra la ‘unidad familiar’. Este esfuerzo por cuantificar, desde la perspectiva de la demanda, las variables fundamentales de la economía —el ingreso, el gasto y el ahorro— era vanguardista en Colombia. Fueron encuestadas 1.720 unidades familiares en Bogotá, Barranquilla, Cali y Medellín. Un trabajo descomunal en términos de coordinación y administración, que contó con apoyo del Programa Eciel, que suministró asesoría técnica<sup>19</sup> y financiación<sup>20</sup>. La información recopilada se concentra en cuatro ejes temáticos: i) demografía; ii) distribución del gasto; iii) ocupación y distribución de los ingresos; iv) vivienda y sus características. Con esta nueva fuente de datos se abrió un área de estudio inexplorada en Colombia, que trascendió de manera decisiva en el campo investigativo y académico. A su vez, este proyecto tuvo repercusión inmediata en el ciudadano al proveer información detallada que permitió evaluar la incidencia de la pobreza y estimar la carga relativa de los impuestos a distintos niveles de ingreso.

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

---

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

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

<sup>19</sup> En cabeza del profesor Robert Ferber, de la Universidad de Illinois.

<sup>20</sup> Además del Programa Eciel, la encuesta también recibió financiación del DNP y del Incora.

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

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

La JM se creó con la Ley 21 de 1963 y sus funciones fueron señaladas por el Gobierno mediante el Decreto Ley 2206 del mismo año. El motivo más importante para su creación fue la necesidad de estatizar el manejo monetario, para asegurarse de que prevaleciera el interés público sobre el privado. Desde 1951 las decisiones monetarias eran adoptadas por la Junta del Banco de la República, en su mayoría compuesta por representantes del sector privado. A partir de 1963 la Junta Directiva continuaría con sus funciones administrativas, mientras que la JM estaría encargada de las políticas monetarias, cambiarias y crediticias. De esta forma, la JM sería el organismo programador; el BdR, la entidad ejecutora<sup>21</sup>. Los miembros de la JM con voz y voto serían los ministros de Hacienda, de Desarrollo Económico y de Agricultura, el jefe del DNP y el gerente del BdR<sup>22</sup>. Tendría dos asesores, funcionarios permanentes de la Junta, de libre nombramiento y remoción por parte de esta. Su función consistiría en dar dictámenes técnicos e independientes. Desde la creación de la JM, el puesto de asesor sería ocupado por expertos de alto perfil técnico, con reconocida preparación académica.

El 15 de octubre de 1970 Ortega asumió como asesor de la JM en reemplazo de Miguel Urrutia, quien pasó a ser subgerente técnico del Banco<sup>23</sup>. Ortega permanecería en dicho cargo hasta el 5 de octubre de 1975. El otro asesor de la JM era Leonel Torres, quien en 1974 sería reemplazado por Eduardo Sarmiento. Al

---

<sup>21</sup> Ver Ibáñez (1990) y Gómez (1990).

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

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

**FOTO 1**  
**ORTEGA Y COLEGAS RECIBIENDO EL PREMIO ALEJANDRO ÁNGEL ESCOBAR (1970).**



Cortesía de Rafael Prieto y Universidad de los Andes.

**FOTO 2**  
**ORTEGA Y COLEGAS PRESENTANDO EL GALARDÓN AL RECTOR EDUARDO WIESNER**



Cortesía de Rafael Prieto y Universidad de los Andes.

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

Temas relativos al desarrollo financiero habrían de ocupar parte importante de la atención de la JM. Concluidos los sesenta, la economía ofrecía un desarrollo apreciable del aparato exportador, el cual permitía prever que las ventas no tradicionales pudieran alcanzar una posición mayoritaria en el total de exportaciones. Los signos del comercio exterior presagiaban el cierre de la brecha externa. Disipadas en gran medida las preocupaciones por el sector externo, durante la primera mitad de los setenta el plan de desarrollo de la administración Pastrana asignó a la construcción el papel de sector líder, lo cual requería de importantes reformas al sector financiero. Ello, en un contexto de permanente amenaza de inflación<sup>24</sup>, no en poca medida ocasionada por la política de crédito de fomento, financiada en gran parte con emisión<sup>25</sup>.

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

---

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

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

En 1974 la administración López pondría en marcha una reforma financiera integral, la cual rompería el hechizo institucional que impedía que las tasas de interés activas<sup>26</sup> desempeñaran sus funciones clásicas. La reforma propiciaría su funcionamiento flexible y reduciría la dispersión prevaleciente. Hasta aquel momento, las tasas de interés se establecían por medio de decretos y regulaciones, tantos que el rango en el cual se encontraban era bien amplio. Con la flexibilización se buscaba que estas se determinaran por mecanismos más propios del mercado y, en consecuencia, convergieran a un intervalo más estrecho. Las tasas de interés del emisor se empezarían a manejar dentro del ámbito de la política monetaria, sustrayéndolas del campo del crédito dirigido. En cuanto al crédito del BdR, se suspendieron algunas líneas y fondos con el propósito de facilitar el control monetario. Además, se eliminaron algunas inversiones forzosas y se redujeron los encajes<sup>27</sup>.

El común denominador de los trabajos de Ortega durante su etapa como asesor de la JM<sup>28</sup> fue la continua referencia al sistema financiero y su relación con la política monetaria. Los documentos más relevantes fueron sus presentaciones en los simposios sobre el mercado de capitales en 1973, 1974 y 1975<sup>29, 30</sup>. En esta seguidilla de presentaciones Ortega se refirió recurrentemente a tres temas, relacionados entre sí: i) la inflación; ii) las tasas de interés y el desarrollo del sistema financiero; iii) las operaciones de mercado abierto.

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

---

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

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

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

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

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

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

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

Finalmente, en 1975 Ortega se referiría a los logros obtenidos con la reforma de 1974, destacando que se habían creado las condiciones para la ejecución autónoma de una política monetaria de largo plazo, adscrita a la estrategia de estabilidad de precios. En particular, mencionó cómo la liberalización de tasas de interés coadyuvaba a la generación y eficiente intermediación del ahorro y al control de los agregados monetarios. Señaló que con un mejor funcionamiento del sector financiero, la política monetaria —que hasta ese momento otorgaba igual o mayor importancia al suministro de financiación que al control monetario— podía ahora darle mayor preponderancia a la evolución de los agregados monetarios. Mencionó cómo el BdR había limitado su crédito, otorgando préstamos únicamente al sistema bancario, al Gobierno nacional y, en menor grado, a la Federación de Cafeteros, evitando al máximo la creación de cupos con destinación específica. Resaltó el hecho de que los fondos de fomento (como el de Desarrollo Urbano) que no tenían suficientes recursos propios habían sido separados del Banco<sup>31</sup>.

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

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

---

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

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

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

Un banco central suele ser un gran negocio. Emite un pasivo —la base monetaria— sobre el cual no paga intereses, a cambio de activos productivos (reservas internacionales y crédito)<sup>33</sup>. Usualmente, las utilidades del Banco revierten al Gobierno. Por otra parte, puede ser el caso que el Banco emita dinero primario otorgando crédito subsidiado. En ese caso, le traslada —parte de— sus utilidades al beneficiario del crédito. El impuesto inflacionario no es otra cosa que la desvalorización, en términos reales, del pasivo monetario del banco central<sup>34</sup>. En Colombia, durante los años ochenta, la base monetaria representó, en promedio, 6,5% del PIB. Con una inflación promedio de 23,5%, el recaudo de impuesto inflacionario fue del orden de 1,5% del PIB por año<sup>35</sup>.

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

---

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

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

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

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

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

## I. SUBGERENTE TÉCNICO (1975-1984)

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

### A. PUBLICACIONES MÁS RELEVANTES COMO SUBGERENTE TÉCNICO

En 1976, junto a Hernando Gómez Otálora y Patricia Sanclemente, Ortega compiló *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*. Este libro llenó un vacío en la literatura sobre temas bancarios y monetarios, con aplicación al caso colombiano. Desde la célebre obra *Instrumentos de dirección monetaria en Colombia*, de Óscar Alviar<sup>36</sup> en 1967, no se veía una edición de tal envergadura y con tan claro propósito pedagógico, que comienza con la definición del dinero, pasa por la demanda de este en Colombia, y concluye con la problemática de la inflación con relación a la producción y el empleo. Entre los artículos compilados hay tres de Ortega, dos de ellos presentados en los simposios sobre el mercado de capitales de 1974 y 1975<sup>37</sup>. El tercero, “Moneda y crédito”, presenta cifras de la ‘masa monetaria’ y hace una

---

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

<sup>37</sup> También hay contribuciones de Miguel Urrutia, Luis Eduardo Rosas y Eduardo Sarmiento.

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

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

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

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

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

En marzo de 1982 Ortega publicaría en la primera edición de *ESPE*, “Notas sobre la reciente evolución económica e institucional del sector financiero”<sup>38</sup>, donde describe los dilemas que en la década de los setenta afrontaron las autoridades para controlar la inflación. La entrada de divisas y el crédito de fomento financiado con emisión eran, en su opinión, las causas fundamentales para el aumento de precios. Acorde a la situación, describe los instrumentos que utilizó el BdR para regular los medios de pago, incluida la introducción de un encaje marginal del 100% sobre los depósitos en cuentas corrientes y aumentos en varios encajes ordinarios. Destaca la colocación forzosa de certificados de cambio, aprovechando el desarrollo del mercado financiero. También recuerda que, para evitar que la política excesivamente contraccionista impulsara las tasas de interés al alza, se impusieron límites a las de ahorro. Ortega veía con gran preocupación cómo esta última estrategia reversaba desarrollos recientes del sistema financiero, induciendo prácticas de las entidades financieras para atenuar el efecto de los instrumentos monetarios<sup>39</sup>.

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

---

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

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

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

### **B. PROGRAMA DE BECAS**

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

### **C. GRUPO DE ESTUDIOS, REVISTA ENSAYOS SOBRE POLÍTICA ECONÓMICA**

El Grupo de Estudios Especiales (GEE) fue una unidad peculiar, adscrita al Departamento de Investigaciones Económicas (DIE) pero que operaba con bastante independencia, en línea directa con la Subgerencia Técnica. Mientras la mayor parte del DIE tenía como función la elaboración y descripción de estadísticas en diversos frentes, el GEE tenía responsabilidades más analíticas, siempre en referencia a temas de política pública de actualidad<sup>40</sup>. Aunque el GEE existía desde los años sesenta, adquirió espíritu de cuerpo a partir de 1980, bajo la dirección de Juan Carlos Jaramillo<sup>41</sup>, el economista más cercano a Ortega durante los últimos quince años de su vida. Posteriormente el GEE se transformaría en una unidad más académica, relativamente alejada de las discusiones prácticas de política económica (Montenegro, 2010).

---

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

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

Uno de los principales logros del GEE fue la creación de la revista *Ensayos sobre Política Económica*. Cuenta Clavijo (2003) que en mayo de 1981 Jaramillo convocó a una reunión con el propósito de materializar una propuesta concreta para Ortega sobre la creación de una revista de análisis económico. Ortega, Prieto —subgerente del DIE— y Jaramillo consideraban que el BdR necesitaba un vehículo de comunicación técnica con el Gobierno, la academia y el sector financiero. Para ellos era claro que la información estadística y los pocos artículos que se publicaban en la revista mensual resultaban insuficientes al momento de comunicar los análisis técnicos del Banco. El objetivo de *ESPE* no era el de exhibir trabajos de modelaje teórico o de presentar las últimas técnicas de estimación econométrica; su propósito era difundir el pensamiento del Banco y generar debate acerca del manejo de la política económica. La primera edición de *ESPE*, publicada en marzo de 1982, trató asuntos referentes al control monetario y a las innovaciones financieras típicas de un sistema financiero todavía bastante reprimido<sup>42</sup>.

#### **D. CISMA EN LA JUNTA MONETARIA**

En su edición del 26 de noviembre de 1983, *El Tiempo* revela un conflicto no menor al interior de la JM<sup>43</sup>. Todavía desconocida la razón, se publica información sobre cómo, por presiones políticas, los asesores de la Junta —Juan Carlos Jaramillo y Fernando Montes-Negret—<sup>44</sup> presentaron renuncia de su cargo<sup>45</sup>. El mismo periódico, en su editorial del 27 de noviembre, plantea la pregunta: ¿Qué había sucedido en la JM para que sus dos asesores hubiesen renunciado? Días

---

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

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

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

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

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

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

Ante esta negativa, la gerente del ICT escribió un documento en términos bastante fuertes en contra de la JM. Además, habría de quejarse con el presidente, cuya reacción sería la de transmitir su preocupación ante la postura demasiado monetarista de los asesores, vía Hugo Palacios, gerente del BdR<sup>46</sup>. Fue entonces cuando los asesores presentaron su renuncia. En ella habrían de manifestar que, al tener voz pero no voto en la JM, quedaban marginados de la controversia y que, teniendo en cuenta la ‘llamada al orden’ presidencial, debían renunciar. Hacían especial énfasis en el hecho de que, por tradición, los asesores de la JM habían podido emitir conceptos técnicos con toda libertad. Los miembros de la JM no aceptaron la renuncia.

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

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

---

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

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

Muy ilustrativo el hostil intercambio entre el editorial de *El Tiempo* y el ministro de Hacienda Édgar Gutiérrez<sup>47</sup>, quien en un principio había negado la renuncia de los asesores, controversia que había intentado camuflar por un debate técnico entre monetaristas y estructuralistas, y no por lo que realmente fue, una intromisión política en la esfera técnica de la Junta. Otro respaldo importante a la JM provino del exministro Abdón Espinosa:

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

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

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

---

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

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

### **E. ORTEGA SALE DE LA CASA**

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

El artículo con Hommes tuvo como objetivo analizar la estructura del patrimonio de los bancos y las corporaciones financieras durante 1975-1984, para determinar la dinámica de sus diferentes componentes, con el fin de plantear algunas explicaciones sobre su comportamiento. Los autores concluyen que la cuantía de la cartera de dudoso recaudo había llegado a constituir un serio obstáculo al funcionamiento de los bancos y, en menor grado, de las corporaciones financieras. A causa de los costos crecientes y la caída en su productividad, las entidades financieras habían perdido su capacidad de generar utilidades operacionales. Así las cosas, en caso de tener que asumir esta cartera de dudoso recaudo solamente lo podrían hacer por medio de nuevas capitalizaciones, algo poco probable en una situación de baja generación de utilidades. Los autores propusieron como solución una reforma financiera mediante la cual las deudas de dudoso recaudo fueran asumidas por una entidad *ad hoc*, que actuara como aseguradora de estos riesgos<sup>50</sup>.

---

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

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

<sup>50</sup> Propuesta evidentemente no exenta de generar problemas de riesgo moral.

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

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

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

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

### A. MONETARISTA

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

---

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

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

Ante este panorama, Ortega consideró importante discutir conceptualmente el tema de la inflación. En sus notas editoriales<sup>52</sup> de enero de 1988 y 1989 expone tres teorías, en boga en aquellos años entre académicos y hacedores de política. El primer conjunto de explicaciones lo denominaba ‘excesos de demanda’, en donde se atribuye la inflación a bajas en la oferta ocasionadas por *shocks* exógenos. Al segundo grupo lo llama ‘inflación de costos’, teoría apoyada en factores institucionales e imperfecciones de mercado (monopolios y/o poderosos sindicatos). La tercera explicación, y con la que Ortega está de acuerdo, es el ‘enfoque monetario’, el cual se fundamenta en la teoría cuantitativa del dinero. La postura de Ortega frente a las dos primeras teorías es que estas solamente logran explicar alzas *transitorias* en la inflación. Para que tengan efectos sostenidos, necesariamente requieren de validación monetaria<sup>53</sup>.

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

---

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

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

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

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

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

### ***B. MODERADAMENTE INTERVENCIONISTA***

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

Una vez el plan de ajuste macroeconómico comenzó a arrojar sus frutos<sup>56</sup>, el Gobierno decidió adelantar una intervención sobre las tasas de interés, cuyo objetivo final era halarlas hacia abajo vía actos administrativos. El propósito de ‘darle un empujón al mercado’ era propiciar lo antes posible una reactivación de la inversión privada, que desde 1979 venía siendo desplazada por la inversión pública. Las medidas no pretendían reducir la rentabilidad de los intermediarios financieros, pues se impusieron controles tanto a las tasas pasivas como a las activas<sup>57</sup>. Ante esta política intervencionista, sin duda en contravía del libre mercado, en sus notas editoriales de enero de 1986 Ortega opinó que “la intervención del Gobierno está dirigida en forma exclusiva a acelerar un proceso que el mercado habría adelantado por sí solo, pero en un plazo más largo”<sup>58</sup>.

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Los CdC eran un título representativo de moneda extranjera denominado en dólares que emitía el BdR contra la entrega de divisas y cuyo propósito era diferir la monetización de los reintegros<sup>59</sup>. Se podían utilizar para efectuar pagos al exterior en cualquier fecha dentro del término de su vigencia, por el 100% de la obligación o compromiso externo, operación que se realizaba mediante el canje de divisas en el BdR a través de los intermediarios bancarios. Por otra parte, quien hubiese recibido un CdC a cambio de un reintegro y requiriese pesos, podía descontar el CdC en el mercado de valores, donde el descuento era, por supuesto, igual o inferior al establecido por el BdR. Así pues, los CdC permitían una revaluación controlada, ya que el BdR le ponía piso al descuento, al tiempo que esterilizaba la entrada de divisas.

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

---

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

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

A este mecanismo se refiere Ortega en las notas editoriales:

Por medio del certificado de cambio se ha logrado esterilizar una buena parte de la acumulación de reservas internacionales, contribuyendo este instrumento a evitar que las crecientes reservas den lugar a la revaluación de la tasa de cambio real<sup>61</sup>. Por otra parte, se comprobó la capacidad de las herramientas monetarias que maneja el Banco de la República para efectuar importantes esfuerzos de esterilización monetaria sin una exagerada elevación de tasas de interés. (Junio de 1992)

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

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

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

---

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

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

## **D. GRADUALISTA: REFORMA DEL ESTATUTO CAMBIARIO Y APERTURA ECONÓMICA**

### *I. MODIFICACIÓN AL ESTATUTO CAMBIARIO*

En junio de 1990 los asesores del presidente electo César Gaviria, le hacen llegar, sin firma, un proyecto de reforma del Estatuto Cambiario (Foto 3), que buscaba flexibilizar el régimen cambiario para adecuarlo a una economía más compleja, abierta y diversificada que la de 1967, cuando se expidió el Decreto 444. Específicamente, buscaba un control de cambios limitado y realista, descentralizado y técnico, no uno legalista y formalista como el que imperaba en ese momento<sup>62</sup>. El proyecto pretendía ordenar y encauzar una serie de comportamientos prohibidos por el Estatuto, pero tolerados en la realidad<sup>63</sup>. También buscaba que el sector financiero participara más activamente en el control de cambios, pues su función primordial había sido canalizar documentación hacia las autoridades competentes, restándole eficiencia al mercado de divisas. Por último, se deseaba adecuar las herramientas cambiarias para facilitar el proceso de apertura comercial por el cual estaba transitando el país y corregir varias deficiencias del Estatuto, en particular la figura del *crawling peg*, que según algunos era la clave del manejo cambiario desde 1967 y que, sin embargo, no hacía parte del Estatuto. Para ello, el proyecto proponía la supresión de la licencia de cambio, la autorización de tenencia de divisas para situaciones diferentes a las estrictamente ligadas a la condición de exportador, la posibilidad de descentralizar el control de cambios desde el BdR hacia el sistema financiero, y la liberalización de la tasa de cambio, con un BdR facultado para comprar y vender divisas en el mercado.

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

---

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

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

control de cambios y las minidevaluaciones prevalecientes desde 1967<sup>64</sup>. También se debatieron costos y posibles modificaciones. En su discurso en el simposio, Ortega se unió a las voces que defendían el régimen cambiario y señaló:

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

No obstante, dadas nuevas realidades en Colombia y en el mundo, Ortega era consciente de la necesidad de actualizar dicho esquema. Era claro que el tamaño adquirido por el sector externo, junto con el funcionamiento más amplio y competitivo de los mercados de bienes y factores, hacían necesaria la revisión y flexibilización de la concepción operativa del control de cambios y su énfasis en la asignación de divisas escasas. En consecuencia, Ortega apoyaba el ánimo reformador, pero también tenía varias prevenciones. Una vez el presidente Gaviria envía para escrutinio del BdR el proyecto de reforma elaborado por sus asesores, este es presentado al Congreso en septiembre 21 de 1990. En octubre de ese año —cuando aún se debatía el proyecto en el Congreso— Ortega publica una de sus más importantes notas editoriales, “Explicaciones y comentarios a la reforma del Estatuto Cambiario”. En ella expresa sus prevenciones contra algunos apartes del proyecto. La primera estaba relacionada con las nuevas fuentes de divisas para los pagos de transacciones de menor valor por parte de los ciudadanos y las empresas. En el proyecto se creaban para ello mecanismos expeditos a través de las instituciones financieras<sup>65</sup>. El temor de Ortega era que estos mecanismos propiciasen la dolarización de la economía, lo cual conllevaría al completo sacrificio de la política monetaria.

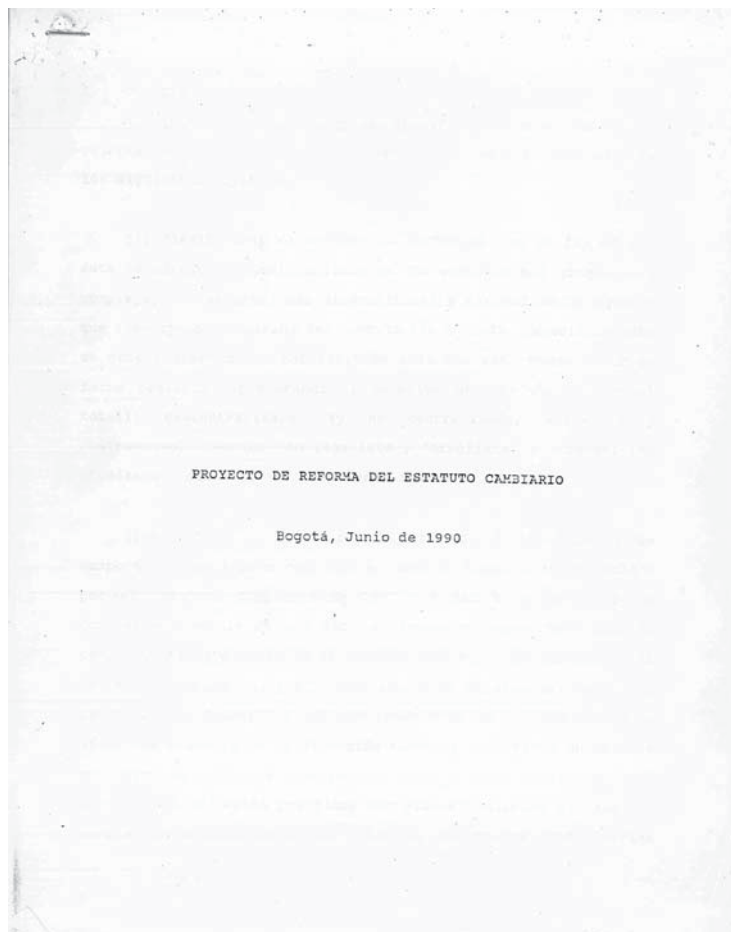
---

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

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

**FOTO 3**

**PORTADA DEL PROYECTO DE REFORMA DEL ESTATUTO CAMBIARIO**



Fuente: Archivo personal de Roberto Steiner.

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

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

## 2. LA APERTURA ECONÓMICA

Recordando el contexto colombiano de la época, encontramos que el narcotráfico había pasado de considerarse una incomodidad a un problema de gran calado. La violencia se difundía rápidamente y, pese a algunos éxitos en fraguar un acuerdo de paz, el movimiento guerrillero continuaba operando casi impunemente en vastas regiones del país. El sistema político también había entrado en profunda crisis. Al Congreso se le dificultaba cada vez más aprobar importantes proyectos legislativos, la relación entre los departamentos y el Gobierno central no era la mejor y el electorado manifestaba profunda apatía (Edwards y Steiner, 2008). Esa tensión y pesimismo que se vivía en el país se sintetizaría en las elecciones más sangrientas y turbulentas de la historia colombiana. Tras varios desafortunados sucesos<sup>66</sup>, el 7 de agosto de 1990 César Gaviria asumiría como presidente, elegido en un proceso electoral en el cual se había presentado como candidato reformista en los frentes político, de lucha contra el narcotráfico y económico.

---

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

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

En un principio, la estrategia contemplada se dividía en dos etapas<sup>67</sup>. La primera sustituía mecanismos como la licencia de importación, por protección vía precios: el conjunto de los aranceles y la tasa de cambio. Esta última, como en el gobierno de Barco, se manejaría con criterio de mejorar la competitividad. La segunda etapa consistía en racionalizar los aranceles, minimizando su dispersión y reduciendo su nivel, con la finalidad de reducir el sesgo antiexportador. Ortega apoyaba esta implementación gradual. En sus notas editoriales explica el concepto de continuidad:

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

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

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

---

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

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

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

#### ***E. PERMANENTE PREOCUPACIÓN POR LA ‘DOMINANCIA FISCAL’***

En este crucial tema es imperativo familiarizarse con la coyuntura económica del país un par de años antes de que Ortega asumiera la Gerencia del Banco. A lo largo del período 1980-1984 la economía transitaba por un sendero en esencia insostenible, con un recurrente desequilibrio externo<sup>68</sup> y una expansión acelerada del déficit fiscal<sup>69</sup>, financiado en gran medida con emisión monetaria. A comienzo de los ochenta la crisis de la deuda latinoamericana mermó la demanda por nuestras exportaciones; a su vez, la sobrevaluación del peso generó presiones especulativas y se dificultó encontrar fuentes de financiación para el déficit de balanza de pagos. A raíz de ello, hubo una pronunciada pérdida de reservas internacionales, las cuales se redujeron de USD 5.600 millones en 1981 a USD 1.800 millones en 1984. En cuanto al mercado monetario, operaban dos fuerzas contrapuestas. Mientras que la pérdida de reservas tenía un efecto contraccionista importante, el incremento del crédito interno, sobre todo dirigido a financiar el déficit público, originaba emisión monetaria. En condiciones en que esta última excedía la demanda de dinero de los agentes económicos, profundizaba aún más la pérdida de reservas internacionales.

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

---

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

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

monetaria se recargue el ajuste, sin sopesar las posibles presiones inflacionarias que ello conlleva<sup>70</sup>. Ortega es enfático en cuanto a que la política monetaria no puede estar supeditada a otras dimensiones de la política económica, como por ejemplo la fiscal. Este pensamiento se volvería recurrente en el gerente. Así, por ejemplo, en las notas señalaría:

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

Como respuesta a la complicada situación vivida entre 1980 y 1984, el gobierno de Belisario Betancur, con Roberto Junguito a la cabeza del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), lanza el plan de ajuste en 1985<sup>71</sup>. En dicho plan el Gobierno se comprometía a disminuir el gasto público congelando la contratación y disminuyendo los aumentos salariales. Además, se incrementaría el recaudo tributario por medio de una ampliación de las bases gravables y la eliminación de exenciones, y se buscaría financiamiento externo apoyado en un innovador relacionamiento con el FMI<sup>72</sup>, que habría de servir como catalizador para que los bancos comerciales internacionales mantuviesen su apoyo

---

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

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

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

a Colombia<sup>73</sup>. Finalmente, las autoridades devaluaron la tasa de cambio para hacer más competitivas las exportaciones, en un contexto de ajuste macroeconómico que hacía prever que la mayor devaluación nominal se traduciría en una importante devaluación real<sup>74</sup>.

Si bien el programa de ajuste de 1985 permitió disminuir la presión monetaria proveniente de la financiación al Gobierno central<sup>75</sup>, Ortega vio con preocupación la financiación a otras instancias de la Administración Pública. Años después, en sus notas editoriales de noviembre de 1989, señalaría que el hecho de que el crédito bruto otorgado por el BdR al sector público hubiera aumentado de COP 6.828 millones en 1979 a COP 494.352 millones en 1989 merecía una explicación<sup>76</sup>, sobre todo considerando la posibilidad de que dicha financiación se volviese permanente. En un contexto de disciplina fiscal a nivel central a partir de 1985, ¿de dónde provenía la presión a los créditos del BdR para el sector público? De las empresas estatales en situaciones de iliquidez o insolvencia<sup>77</sup>. Sobre esto Ortega opinaba que “[...] todo desequilibrio serio en las finanzas de las entidades descentralizadas del sector público termina afectando al Gobierno central (así sea con algún rezago) y puede originar indeseables desequilibrios en el manejo monetario”.

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

#### ***F. PROGRESIVAMENTE ESCÉPTICO DEL CRÉDITO DE EMISIÓN AL SECTOR PRIVADO***

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

La primera consistió en tres resoluciones de la JM expedidas siendo gerente del BdR Rafael Gama y subgerente Francisco Ortega<sup>79</sup>; la segunda se asocia a la Resolución 56 de 1989 durante la gerencia de Ortega, y la tercera a la reforma al BdR de 1991, con la que se restringió al máximo el otorgamiento de crédito al sector privado, limitándolo a la intermediación de líneas externas y, desde luego, a los casos en los que el BdR deba actuar como prestamista de última instancia del sistema financiero. A través de estas etapas también se ve una evolución en el pensamiento de Ortega, desde una posición en la cual aceptaba que entre las funciones del BdR estuviera la de asignar recursos crediticios, hasta su posición final, que consistía en delegar al máximo esta labor al sector financiero privado.

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

---

<sup>79</sup> Resoluciones 39 de 1978, 12 de 1979 y 109 de 1983.

inquietudes en torno a su efecto sobre la inflación. Para subsanar parcialmente esta preocupación, en 1978 y 1979 se establecen dos nuevas fuentes de recursos: i) los títulos nominativos de crédito correspondientes a la inversión del encaje de las captaciones a término de los bancos, las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial; ii) se autorizó la emisión, por parte del BdR, de títulos agroindustriales, de libre colocación en el mercado. Otro cambio importante se dio en 1983 cuando mediante la Resolución 109 de la JM se adoptó la DTF como tasa de interés de referencia del crédito de fomento. Con ello se procuraba que los recursos se orientaran hacia donde fuesen más productivos<sup>80</sup>.

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

En resumen, podemos ver cómo el pensamiento de Ortega hacia el crédito de fomento fue ambiguo. Lo objetaba si era financiado con emisión primaria, no así cuando se fondeaba con inversiones forzosas. Y en caso de que los recursos provinieran de la intermediación de líneas externas, lo apoyaba. Todo esto se vería plasmado en la Constitución de 1991 al permitir que el BdR fuera el que intermediara el crédito externo multilateral hacia las instituciones financieras, disposición que, si bien no estaba incluida en las propuestas originales de reforma preparadas por el BdR ni el Gobierno, no fue objetada ni por uno ni por otro tras su inclusión durante el trámite del proyecto por la Comisión Quinta de la Asamblea Nacional Constituyente<sup>81</sup>.

### **G. EN APOYO DE SUS TÉCNICOS**

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

La primera controversia surge durante el primer semestre de 1991. Como se menciona en otros apartes de este documento, un elemento central de apoyo a la liberalización comercial que se inicia en 1989 y se profundiza en 1990 fue mantener una tasa de cambio competitiva. Así, entre fin de 1988 y fin de 1990 la tasa de cambio nominal se depreció 69% y el índice de tasa de cambio real calculado por el BdR se devaluó 19%. El diagnóstico técnico del BdR era que el peso se encontraba subvaluado y que dicha subvaluación estaba generando expectativas de apreciación y, por consiguiente, estimulando la entrada de capitales especulativos<sup>82</sup>.

---

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

<sup>82</sup> Ver Steiner *et al.* (1992).

Durante 1990 entró al país capital privado (en neto)<sup>83</sup> por USD 577 millones; a lo largo de 1991 la cifra ascendió a USD 1.450 millones<sup>84</sup>. La JM —que sesionó hasta junio 26 de 1991, cuando fue reemplazada por la Junta Directiva— determinó que era conveniente esterilizar dicha entrada de divisas, para lo cual intensificó de manera importante las OMA. Entre febrero de 1990 y julio de 1991 el saldo de títulos de participación aumentó en COP 885.829 millones<sup>85</sup> y la tasa de interés a noventa días de dicho instrumento se incrementó desde 27,9% hasta 46,9%, con una inflación anual de 31,6% en julio de ese año.

En opinión de los técnicos del Banco, este era un caso ‘del perro mordiéndose la cola’: para compensar el efecto monetario de la entrada de reservas, se subían las tasas de interés de las OMA, movimiento que en un contexto de subvaluación cambiaria no hacía más que propiciar mayor entrada de capitales<sup>86</sup>. Esta postura del banco incomodó mucho al ministro de Hacienda, quien en carta al gerente del Banco expresó:

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

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

---

<sup>83</sup> Transferencias y endeudamiento externo a corto y largo plazo del sector privado no financiero.

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

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

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

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

La segunda controversia entre los técnicos del Banco y los del Gobierno se relacionaba con aspectos contables. Con fundamento en la Ley 6 de 1992, el Gobierno expidió el Decreto 1132 de junio 6 de 1992 ordenando la emisión de los bonos para el desarrollo y la seguridad interna (BDSI). Se trataba de COP 270.000 millones en títulos de deuda pública interna<sup>87</sup> a ser redimidos en 1998 (para pago de impuestos si el tenedor tuviese obligaciones tributarias, en efectivo en caso contrario). No generaban intereses, eran negociables en el mercado de valores y deberían ser suscritos *obligatoriamente* por las personas jurídicas y por las personas naturales a partir de cierto nivel de renta. Esta figura, para muchos el antecedente del impuesto al patrimonio que se introdujo en 2003, fue posteriormente recortada en su alcance, en virtud de una sentencia del Consejo de Estado.

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

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

En estos dos episodios los técnicos del Banco siempre recibimos pleno apoyo de la Gerencia y la Subgerencia Técnica<sup>88</sup>. Por supuesto, y como menciono en otros apartes de este documento, en varias ocasiones Ortega se distanció de la opinión de sus técnicos. Recuerdo dos casos en particular: i) su insistencia en utilizar los certificados de cambio para revaluar el tipo de cambio nominal dentro del

---

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

<sup>88</sup> Cargo que entre 1991 y 1992 fue ocupado por Leonor Montoya.

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

### III. ORTEGA Y LA REFORMA DE 1991

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

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

---

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

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

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

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

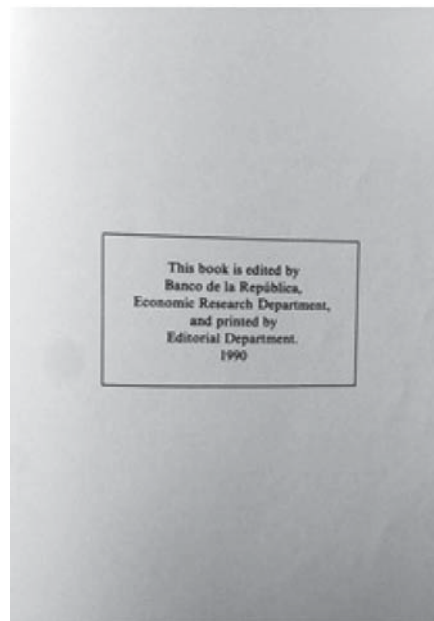
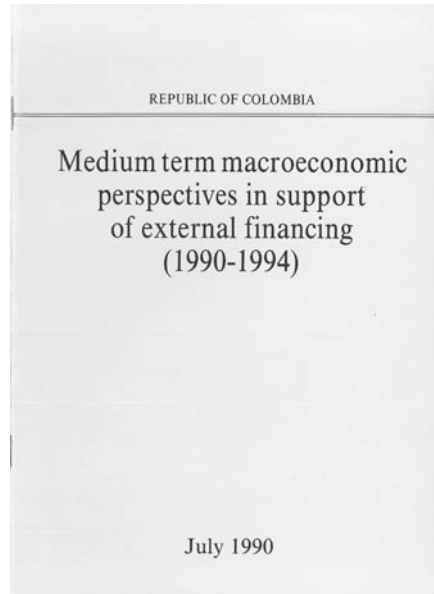
Dicho momento llegaría relativamente pronto, paradójicamente por motivos completamente ajenos a consideraciones de tipo económico y mucho menos de carácter monetario. La gran mayoría de las reformas económicas del presidente Gaviria (elegido el 27 de mayo y posesionado el 7 de agosto de 1990) se habían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

---

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

**FOTO 4**

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



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



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

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

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

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

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

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

Se puede afirmar que de las críticas a la JM y a sus actuaciones en esos años, surgieron las propuestas que terminaron en la Asamblea Constituyente de 1991 que derivaron en la figura del banco central autónomo. De los excesos de creación de cupos de liquidez se formó un consenso sobre la necesidad de administrar bien la oferta monetaria... En el curso de los proyectos de reforma constitucional que inició el gobierno Barco, se incluyeron propuestas para prohibir que el banco central le prestara al sector privado, e inclusive al público<sup>91</sup>.

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

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

---

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

FOTO 5  
REVISTA THE ECONOMIST: "WISE MEN FROM THE SOUTH"

FINANCE

## Wise men from the south

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

**ECONOMICS FOCUS**

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

The act has three main ingredients. They are:

**Independence.** The bank has full independence in the operation of monetary policy, free from political interference.

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

**Accountability.** The bank's governor, Donald Brash, has a big incentive to meet that target: if he fails, he loses his job.

In practice, New Zealand's monetary policy has been directed primarily against inflation for several years already. What the new law did was to give that policy greater credibility. Governments can rarely be trusted not to print money—and so to boost inflation—if they are entitled to a truly independent central bank can stop them.

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

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

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

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

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

Bundesbank, rather than the precise figure of 0.2%. But the Bundesbank's anti-inflationary resolve was established over many years; in New Zealand, after years of high inflation, many think stability means rises of 10% a year. Others complain that high interest rates may indeed wring inflation out of the economy, but at the cost of wringing out growth too: the economy has grown by a painful annual average of 0.3% in the past five years, and forecasters expect little better than an average of 1% in 1991, 1992 and 1993.

Yet the blame for high interest rates lies mainly with the government's budget deficit, which the previous (Labour) government failed to control, and with the country's large foreign debt and its current-account deficit (40% of GDP last year, maybe 6% this), which attract a hefty risk premium. Without an independent central bank, foreign investors might demand even higher yields.

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

Behind all three complaints lies the charge that interest rates and the exchange rate are too high for economic recovery. Industry complains that the currency is overvalued, by maybe 10-15%. The Reserve Bank agrees. The difference is that it (correctly) thinks a big devaluation would be quickly eroded by rising prices, and that the only way to ensure real depreciation is to keep wage rises lower than abroad. That is starting to happen, with pay settlements of 2.3%.

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

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



Fuente: The Economist (2 de febrero de 1991), archivo de Roberto Steiner.



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

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

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

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

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

---

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

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

En los meses subsiguientes, Ortega impulsaría activamente el trámite y la aprobación del proyecto, primero en la Comisión Quinta y luego en la Plenaria de la ANC. Para ello, saca a relucir sus dotes políticas<sup>93</sup>. En primera instancia, se reúne con más de la mitad de los miembros de la ANC, a quienes explica las bondades de la propuesta, además de proporcionarles material sobre el tratamiento legal a nivel internacional del régimen monetario. Asimismo, el BdR organiza desayunos de trabajo con los constituyentes de las distintas vertientes políticas, donde se expone el proyecto de reforma. Gracias a su capacidad de persuasión y a su prestigio personal, respaldado en un trabajo serio y riguroso, Ortega logra el apoyo de grupos ideológicamente tan disímiles como el Partido Social Conservador, el Partido Liberal, el Movimiento de Salvación Nacional, la Unión Patriótica y el M-19 (De Brigard, 1995). Años después, Palacios (1997) destacaría las cualidades de Ortega para llevar a feliz término tan ambiciosa reforma:

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

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

---

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

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

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

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

Tuve la oportunidad de formar parte del equipo técnico del Banco que, junto con destacados juristas, trabajó a órdenes de Ortega durante el proceso de reforma. Muy influenciados por lo que considerábamos las mejores prácticas en banca central en ese momento, le sugerimos a Ortega que: i) para darle legitimidad política a la Junta Directiva, sus miembros deberían ser ratificados por el Congreso; y ii) para darle mayor credibilidad al Banco como autoridad monetaria con un mandato de estabilidad de precios, en la JDBR no debería estar presente el Gobierno<sup>94</sup>. Afortunadamente, Ortega descartó de plano la primera sugerencia. Curiosamente, aceptó a medias la segunda, y consideró apropiado proponer que de la JDBR hiciera parte “algún Ministro del despacho”.

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

---

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

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

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

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

Ortega continuó a cargo de la Gerencia hasta el 19 de febrero de 1993, cuando Gaviria nombró la primera JD en propiedad<sup>96</sup>, Junta a la que Ortega solicitó no considerar su nombre para el cargo de gerente general.

---

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

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

### **A. LEY 31 DE 1992**

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

### **B. ¿INFLACIÓN ETERNAMENTE DECRECIENTE?**

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

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

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

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

En el artículo 15 (numeral d) del proyecto de ley original presentado por el MHCP al Congreso, es de suponer que con la aquiescencia de la administración del Banco, una de las atribuciones que se le daba a la Junta Directiva era la de determinar temporalmente la cuantía mínima de recursos que los establecimientos de crédito debían destinar a un sector o actividad económica, siempre que existieran fallas de mercado que llevaran a que el sistema financiero no destinara suficientes recursos a dichos sectores o actividades. Este numeral sería aprobado sin modificación en los dos debates en el Senado, pero sería excluido de la ley en el primer debate en Cámara<sup>97</sup>. Desconocemos las razones que, enhorabuena, llevaron al Congreso a excluir de la ley una norma (patrocinada por el Gobierno y probablemente avalada por el BdR) que no hacía más que abrirle el camino a las inversiones forzosas y al crédito dirigido.

**D. LIQUIDACIÓN DE LA CEC<sup>98</sup>**

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

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

---

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

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

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

Dicho artículo fue aprobado sin cambios a lo largo de los cuatro debates en el Congreso, sin mayor controversia. Este ágil trámite de tan importante artículo se dio gracias a que previamente se había suscitado y dilucidado un interesante debate entre técnicos del Banco y del Gobierno. Para los del Gobierno era incorrecto señalar (como lo hacían los del Banco) que las utilidades por compra y venta de divisas no eran más que una valoración contable, sin entidad económica real. Consideraban en el Gobierno que dichas utilidades eran idénticas a las obtenidas por los agentes privados<sup>99</sup>. Los técnicos del Banco se apartaban del símil con la contabilidad privada. A fin de cuentas, el BdR era quien fijaba la tasa de cambio y en un régimen de minidevaluaciones como el que imperaba en ese momento, cada vez que el Banco vendía una divisa necesariamente lo hacía a una tasa de cambio más depreciada que aquella a la cual valoraba el saldo de sus reservas internacionales. Si dicha diferencia en cambio fuese considerada una utilidad del Banco eventualmente trasladable al Gobierno, se creaba una situación en la que el Banco podría envilecer la moneda doméstica con el propósito de generar ingresos fiscales.

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

### ***E. JUNTA DIRECTIVA: COMPOSICIÓN, INHABILIDADES Y ROTACIÓN***

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

---

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

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

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

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

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

#### **IV. RESUMEN Y CONCLUSIÓN**

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

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

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

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

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

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

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

## REFERENCIAS

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

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

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

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