

CAPÍTULO 4

Cien años de inflación en Colombia: evolución y control

*Antonio Hernández Gamarra**

4.1 INTRODUCCIÓN

Entendida como un alza persistente en el nivel general de precios, la inflación es un fenómeno económico de perturbadores efectos sobre la eficiente asignación de los recursos; la estabilidad del crecimiento económico; la distribución del ingreso y la riqueza; y, por todo eso sobre el bienestar, en especial el de la población más pobre¹.

Pese a ello en Colombia, como en casi todos los países de Latinoamérica, durante los últimos cien años el fenómeno ha sido recurrente puesto que en nuestro país se ha presentado en noventauno de ellos mientras que, por el contrario, en los nueve restantes se produjeron disminuciones en el nivel general de precios. Seis de esos últimos hechos ocurrieron en el periodo 1929-1935, en el que solo en 1934 hubo inflación, y los otros tres corresponden a 1940, 1941 y 1951.

* Excontralor General de la Nación y excodirector del Banco de la República. Durante su carrera se ha desempeñado como director de la Financiera Eléctrica Nacional, presidente de la Colgas y decano de la Facultad de Economía de la Universidad Externado.

¹ Miguel Urrutia (1998a), en la nota editorial de la *Revista del Banco de la República* de mayo de 1998 dio cuenta en detalle de los perturbadores efectos de la inflación.

Con esa visión panorámica como contexto, los propósitos de este trabajo son:

- Caracterizar la significación cuantitativa del fenómeno inflacionario durante los últimos cien años, en distintos periodos.
- Analizar las circunstancias macroeconómicas asociadas a esos hechos.
- Informar sobre el marco institucional existente en cada uno de esos periodos para el control de la inflación, incluida la concepción teórica predominante para ese propósito.
- Establecer el grado de compromiso que se derivó de esas concepciones para el control de la inflación y las consecuentes políticas seguidas por las autoridades.
- Dar cuenta de las visiones alternativas a las de las autoridades para el manejo de la política antiinflacionaria, y de las principales controversias a que ellas dieron lugar.

Se debe enfatizar, entonces, a manera de síntesis, que lo que aquí se hace es una descripción analítica de la evolución de la inflación y de sus causas en cada periodo, a partir de evidencias no solo sobre la medición misma del fenómeno sino de las circunstancias macroeconómicas en que este se inscribió en los distintos periodos seleccionados para el análisis.

Esta descripción analítica al final del trabajo se complementa con la exposición de los resultados de un ejercicio econométrico que tuvo como propósito establecer la relación que, a lo largo de los últimos cien años, han mantenido el índice que mide el nivel general de precios y otro que dimensiona el exceso de los medios de pago existente en la economía. Entendido este exceso como el crecimiento de los medios de pago por encima del crecimiento del producto interno bruto (PIB) en términos reales.

Este ejercicio econométrico permitió concluir, en concordancia con otras mediciones de similar naturaleza llevadas a cabo en diferentes periodos², que, como era esperable, si bien la relación no ha sido uno a uno, existe evidencia de una fuerte transmisión del exceso en la cantidad de los medios de pago hacia la inflación en Colombia y de que, por lo menos hasta mediados de los años 1990,

² Entre otros, los de Gómez (1997), Julio (1998), Urrutia (1998b), y Misas, Posada y Vázquez (2002).

la política monetaria seguida en el país tuvo un sesgo inflacionario por diversos factores, que se analizan a lo largo del texto.

Por esta razón, el marco institucional para el manejo y control de la inflación que se analiza en este trabajo pone especial énfasis en la organización existente para el control monetario, las prioridades que a dicho control se dieron en diferentes periodos y las ideas predominantes para ese propósito.

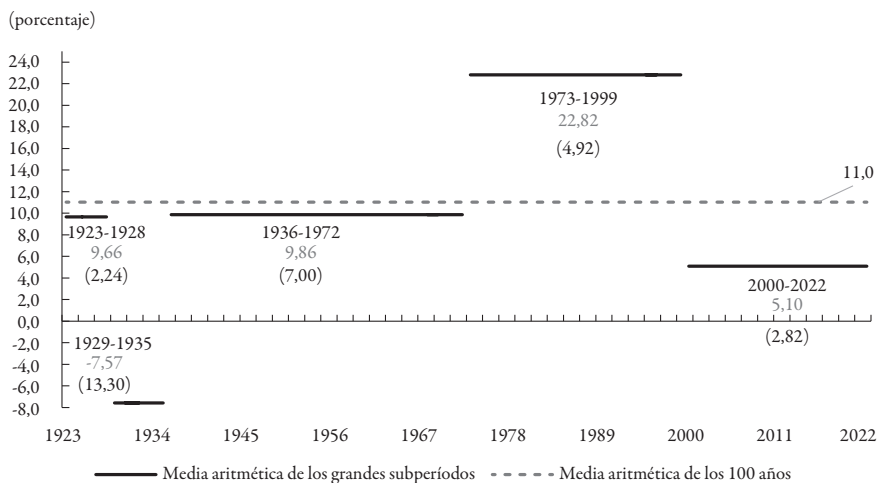
Para las finalidades enunciadas, además de esta introducción, el trabajo consta de una primera sección en la cual se exponen los elementos a tener en cuenta para la mejor medición del fenómeno inflacionario, y de sendos capítulos para analizar el fenómeno en los siguientes periodos:

1. 1923 a 1928, en que después de la relativa estabilidad de precios que siguió al desorden que existió, a ese respecto, durante la guerra de los Mil Días, fue de elevada inflación relativa y en él predominaron las ideas del profesor Edwin Kemmerer quien, en el primer semestre de 1923, lideró un proceso de hondo cambio institucional para el manejo de la política macroeconómica en Colombia.
2. 1929 a 1935, en el cual la economía colombiana presencié una notoria caída en el ritmo de la actividad económica y una disminución también en el nivel general de precios que persistió durante casi todo el primer quinquenio de los años 1930. Durante este lapso se empezaron a abandonar importantes principios de los instituidos en 1923.
3. 1936 a 1972, durante el cual la inflación anual promedio volvió al mismo nivel de los años veinte, siendo el fenómeno muy inestable, en medio de reformas que llevaron progresivamente al abandono total de las ideas de Kemmerer.
4. 1973 a 1999, que se puede caracterizar como la edad de la inflación, al ser esta, durante ese lapso, de un muy alto valor promedio anual y de baja variabilidad. En este periodo, hasta 1991, el hecho institucional predominante fue la orientación del crédito hacia determinados propósitos y sectores económicos.
5. 2000 a 2022, en el cual se produjo una caída en la inflación, y se ha presenciado su estabilidad, luego de entrar en vigencia plena la política antiinflacionaria guiada por el cambio institucional que supuso la Constitución Política de 1991.

Además del análisis de la inflación en dichos periodos, al final también se incluyen dos secciones en las cuales, respectivamente, se resume la construcción y resultados del modelo econométrico a que antes se hizo alusión y, a manera de síntesis y conclusiones, se presentan las grandes características de la evolución del proceso inflacionario colombiano y las razones que lo sustentaron.

La periodización adoptada para el trabajo se muestra en el Gráfico 4.1 que contiene la inflación anual promedio, medida por el índice de precios al consumidor (IPC), para el lapso 1923-2022, en cada uno de los periodos así singularizados, con su correspondiente desviación estándar entre paréntesis.

GRÁFICO 4.1
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IPC
1923-2022



Nota: el dato para 2022 corresponde al reportado a septiembre de dicho año.

Fuentes: Banco de la República (1923, y Greco, 1999); cálculos del autor.

Para adoptar la periodización de la inflación, antes mencionada, el criterio predominante fue la atipicidad de los periodos 1923-1928 y 1929-1935, mientras que la categorema que primó para subdividir el lapso 1936-2022 fue el nivel promedio de la inflación anual, a partir de la profundización de ciertos cambios institucionales.

El periodo 1923-1928 fue el único en el que la política monetaria estuvo guiada a plenitud por las ideas instituidas por Kemmerer, en tanto que en el

periodo 1929-1935 se presentó, con excepción de 1934, una caída en el nivel general de precios.

Por lo que hace a la periodización en el lapso 1936-2022, al primar como criterio clasificatorio de los años que abarca cada periodo el promedio anual de la inflación, el lector debe advertir que, como en todo intento de fijación de límites, es casi inevitable que surjan dificultades, puesto que los últimos años de cada periodo tienen elementos del nuevo, al tiempo que este último hereda características del pasado que siguen existiendo durante algún tiempo.

Así ocurre particularmente entre los límites de los periodos 1936-1972 y 1973-1999, cuando en el lapso 1967-1970 se presentó una inflación notoriamente más baja que la del resto del periodo, en medio de un manejo monetario mucho más ordenado y el inicio de un régimen cambiario cuyas características fundamentales persistirían durante buena parte del periodo entrante.

Caso similar acontece entre los límites de los periodos 1973-1999 y 2000-2022, cuando el aumento de la inflación anual promedio del último quinquenio del primero de ellos fue mucho más bajo que el promedio de todo el periodo, y además en sus últimos años se configuraron parte importante de los elementos que permitieron consolidar el cambio institucional que se inició en 1991 y se fortaleció a comienzos del siglo XXI.

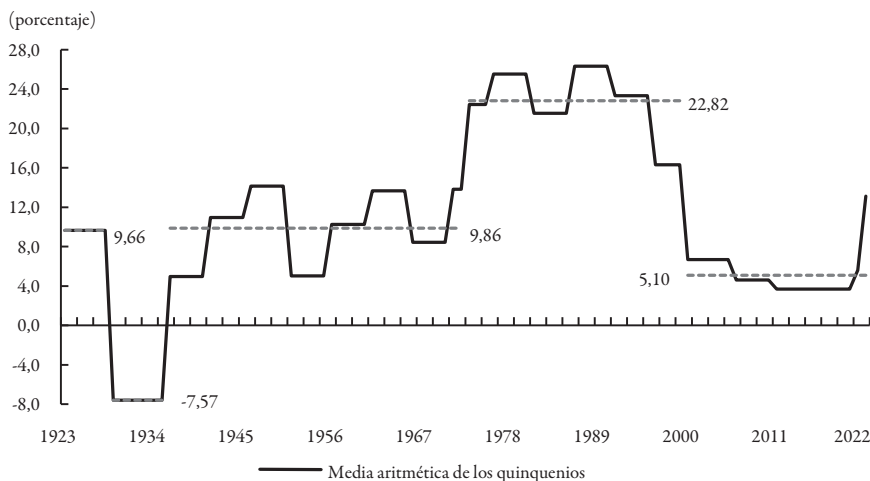
Esas atipicidades de la periodización adoptada en este trabajo, para mayor claridad, se profundizan en los correspondientes capítulos, subrayando en ellos los elementos propios de la transitoriedad entre los periodos.

Es de anotar que la inflación anual medida por el IPC también se calcula por promedios quinquenales, como se observa en el Gráfico 4.2, de tal suerte que durante ellos sea factible distinguir especificidades adicionales a las ya mencionadas, dentro de los cinco grandes periodos categorizados para el trabajo.

Para una mejor perspectiva de la evolución anual de la inflación durante los cien años, el Gráfico 4.3 muestra el valor de esa variable, medida tanto por el IPC como por el deflactor del PIB.

Además del cúmulo de información cuantitativa existente en el Banco, la referencia bibliográfica más citada para la elaboración de este trabajo es el libro *La Moneda y el Debate Monetario en Colombia* (Hernández-Gamarra *et al.*, 2004), que contiene un texto de mi autoría y monografías y ensayos de algunos de los tratadistas que durante los últimos cien años fueron artífices del diseño de la política monetaria o de quienes fueron contradictores de ella, que incluyen trabajos de Edwin Kemmerer, Luis Ángel Arango, Alejandro López, Lauchlin

GRÁFICO 4.2
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN
MEDIA ARITMÉTICA DE LOS QUINQUENIOS
1923-2022



Nota: cálculos quinquenales a partir de la media aritmética de la inflación del IPC. El dato para 2022 corresponde al reportado a septiembre de dicho año.

Fuentes: Banco de la República (1923, y Greco, 1999); cálculos del autor.

Currie, David Grove, Antonio García, Carlos Sanz de Santamaría, Hernando Gómez Otálora y Alfonso Palacio Rudas.

Dicha referencia se complementó principalmente con los libros *El Banco de la República: Antecedentes, Evolución y Estructura*, publicado por el Banco en 1990; *Historia del Banco de la República: 1923-2015*, editado en 2017 por José Darío Uribe, y *Tres banqueros centrales*, editado, también en 2017, por Adolfo Meisel y María Teresa Ramírez.

Todos esos títulos, de múltiples autores, representan pluralidad de voces para estudiar la historia de la inflación en Colombia durante el último siglo. A lo cual se agrega la mención de puntos de vista de muchos otros tratadistas cuando se da cuenta de las controversias que, sobre el manejo de la inflación, se presentaron durante cada uno de los periodos analizados en este estudio. Sobre tales puntos de vista aquí no se hace juicio alguno, puesto que no se trata ni de validarlos ni de rebatirlos, sino de dejar constancia de que existieron en su momento.

Especial es mi gratitud para Leonardo Villar, por invitarme a realizar esta grata tarea y por sus observaciones y comentarios; a la CAF-Banco de Desarrollo de América Latina, por su apoyo para la realización del trabajo; a José Darío Uribe, por sus acertados comentarios y sugerencias; a Pilar Esguerra, por su coordinación de los empeños que hicieron posible la publicación de este libro, y a Luis Eduardo Castellanos, por su eficiente colaboración para generar la información cuantitativa contenida en este trabajo y sus muchas observaciones a medida que avanzaba la elaboración del texto. Desde luego, ninguno de ellos es responsable del contenido del trabajo ni mucho menos de los juicios que en él se hacen.

4.2 LA MEDICIÓN DE LA INFLACIÓN

Antes de abordar el análisis periódico así esbozado, resulta conveniente señalar los indicadores que se utilizarán para estudiar cuantitativamente la inflación y su variabilidad. Ello, porque, si bien no hay mayores controversias sobre la definición de la inflación como el alza persistente en el nivel general de precios, sí existen variadas formulaciones para medirla.

En efecto, es usual calcular distintos índices de precios para ese propósito, según el tipo de bienes y servicios que se seleccionen para ello. Por lo general, tales índices incluyen el que mide el cambio en los precios al consumidor (IPC) y el que muestra la variación del deflactor implícito del producto interno bruto (IDPIB).

El IPC mide la variación periódica de los precios de los bienes y servicios del consumo de los hogares, según una muestra representativa de este, que se construye a partir de encuestas sobre el presupuesto de ingresos y gastos de ellos. Encuestas que se llevan a cabo cada diez años (Departamento Administrativo Nacional de Estadística [DANE], 2022).

El IDPIB mide la variación de los precios de todos los bienes y servicios incluidos en la estimación del PIB nacional; por tanto, con este índice se subsana la falta de cobertura plena que tiene el IPC y por ende puede considerarse como más representativo de *la verdadera inflación*.

La mayor ventaja del IPC es la frecuencia con que se calcula³ y, por tanto, la oportunidad para observar su variación y adoptar las medidas que se consideren

³ En Colombia esa medición se hace mensualmente y el DANE publica los resultados al principio de cada mes para la variación del periodo inmediatamente anterior.

del caso. No obstante, por las limitaciones de cobertura de este índice, se sugiere usarlo con especial cuidado al calcular las variaciones a muy corto plazo, ya que no tiene en cuenta el efecto sustitución en el consumo que induce la variación de los precios, dado que las ponderaciones de los distintos bienes incluidos en él son fijas, hasta cuando se realiza una nueva encuesta sobre el presupuesto de ingresos y gastos de los hogares.

Por igual razón, el IPC no incorpora periódicamente nuevos bienes, así su consumo se haya vuelto relativamente masivo y sea significativo en el consumo de los hogares. A esta limitación se agrega que este índice tampoco incorpora los cambios que, a lo largo del tiempo, se presentan en la calidad de los bienes. Algunas de las cuales pueden hacerlos totalmente distintos de los incluidos inicialmente en el conjunto utilizado para calcular el índice.

En consecuencia, la medición de la inflación a través del IPC a muy corto plazo lleva a riesgos de sesgos y también al peligro de adoptar políticas erróneas, al juzgar como inflación lo que solo podrían ser cambios transitorios en los precios relativos; en especial, de aquellos bienes que tienen una elevada ponderación dentro del índice o cuyos precios periódicos fluctúan ampliamente, como es el caso de algunos alimentos⁴.

Para evitar los riesgos de esos sesgos, desde mediados de los años 1970, la literatura económica, en su afán por medir la verdadera inflación, introdujo la noción de *inflación básica*, o inflación asociada a factores de demanda. Para esto, se utiliza la información contenida en el IPC, eliminando de ella las fluctuaciones extremas de los precios, al alza y a la baja, mediante diferentes procedimientos estadísticos como las medias truncadas, promedios móviles, reponderaciones o la construcción de modelos económicos para calcular choques sobre la inflación subyacente (González-Molano *et al.*, 2020).

Como se verá cuando se estudie el último de los periodos en que se han dividido los últimos cien años de la historia inflacionaria de Colombia, en nuestro país las medidas de inflación básica, junto con la medición de las expectativas sobre la inflación, son los principales indicadores que ahora utiliza la Junta Directiva del Banco de la República al adoptar sus políticas antiinflacionarias. Sin embargo, ese arsenal informativo solo está disponible para un periodo

⁴ En Colombia, durante años ese fue el caso en especial de la papa, cuya ponderación en el IPC era de varios puntos porcentuales y cuyas variaciones mensuales porcentuales de precios podían ascender a varias decenas, de tal suerte que por ese solo factor el cambio en el IPC podía ser de varias centenas de puntos básicos.

reciente y, por tanto, no es posible utilizarlo para gran parte de los cien años que cubre esta historia.

El IDPIB se calcula a partir de la relación entre el valor del PIB nominal, es decir a precios corrientes de cada año, y el PIB real, que muestra los cambios en las cantidades producidas en ellos. Eso hace que existan atrasos en su cálculo no solo de varios meses sino aun de años; por consiguiente, resulta de escasa utilidad en la lucha contra la inflación a corto plazo. Aparte de eso, para los años más recientes, su cálculo es provisional y, en consecuencia, tampoco estaría disponible plenamente para la totalidad del periodo en estudio.

Ante esas realidades para los fines de este capítulo, se opta por la medición de la inflación mediante el IPC, eso sí, con la anotación de que, para estudiar las tendencias de largo plazo, son iguales si se usara el IDPIB, por la estrecha relación que existe entre ellos, como se muestra a continuación y con detalle en el Anexo 4.2 al final de este texto. En dicho apéndice se describen las fuentes de las estadísticas utilizadas en este trabajo y los procedimientos de cálculo empleados para generar algunos de los indicadores.

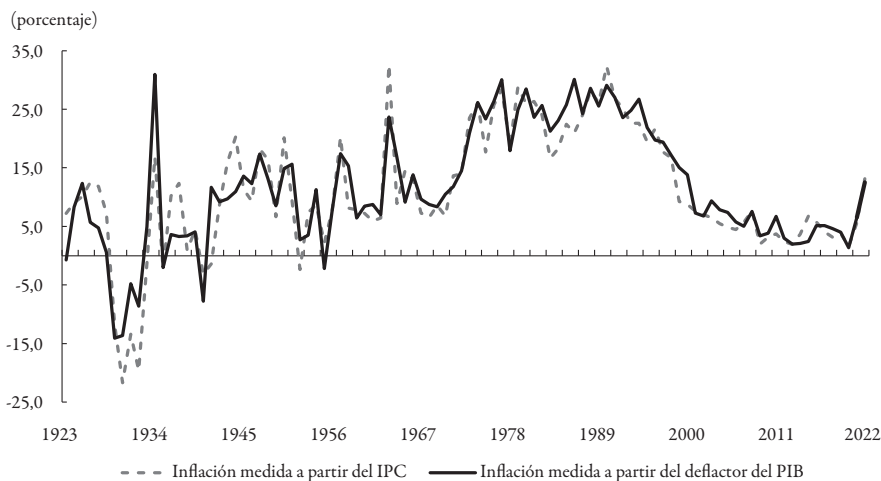
Para corroborar la estrecha relación a largo plazo entre el IPC y el deflactor del PIB en el periodo 1923-2022, el Gráfico 4.3 presenta la evolución de ambos indicadores. Allí se evidencia que las dos variables se han comportado de manera consistentemente parecida y han seguido la misma dirección a lo largo de un siglo, a pesar de la existencia de años específicos en que las dos variables se han alejado. Este hecho también lo confirma el coeficiente de correlación de Pearson entre las dos variables, el cual asciende a 0,91.

Similar relación también se observa entre la media de la inflación en los quinquenios cuando esta se mide por el IPC y por el IDPIB, como muestra el Gráfico 4.4, de cuyas cifras base se sigue que el coeficiente de correlación es de 0,96.

4.3 PERIODO 1923-1928

En el lapso comprendido entre 1923 y 1928, la economía y la sociedad colombiana presenciaron cambios institucionales y organizacionales de muy hondo calado. Entre los primeros se destaca, en primer término, el interés del capital norteamericano en vincularse de manera estrecha, mediante créditos e inversión directa, a Colombia.

GRÁFICO 4.3
INFLACIÓN MEDIDA POR EL IPC Y POR EL DEFLACTOR DEL PIB
1923-2022



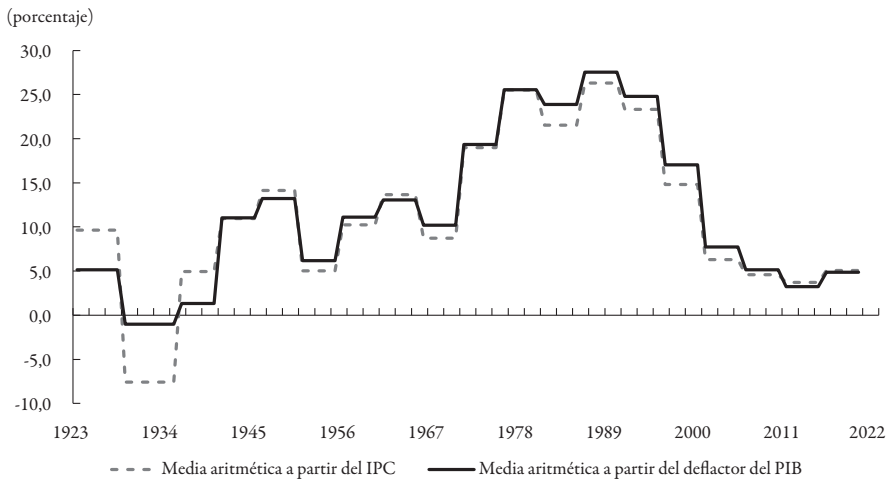
Nota: el valor de 2022 corresponde a el dato publicado por el DANE para septiembre de 2022.

Fuentes: Banco de la República (1923, y Greco, 1999); cálculos del autor.

Este hecho fue notable no solo en el plano económico financiero, sino también en el geopolítico, porque esa manifestación ayudó a poner término al distanciamiento que existió entre los Gobiernos de Colombia y Estados Unidos desde 1903, con ocasión de la separación de Panamá como parte de nuestra República.

Interés que se suscitó no solo porque Nueva York empezaba entonces a desplazar a Londres como epicentro financiero del mundo, sino por el deseo de las empresas petroleras norteamericanas, a cuya cabeza se encontraba la Tropical Oil Company, de John Rockefeller, de iniciar la exploración y explotación del petróleo en Colombia, ante las eventuales dificultades que para esos fines se podrían presentar en México por los efectos de la revolución que, en años anteriores, había sucedido en ese país (Palacios, 2013). Dicho interés encontró terreno fértil cuando la Tropical Oil Company, conocida en Colombia como la Troco, obtuvo de Roberto de Mares el derecho de explotar los campos petroleros que, en las cercanías de Barrancabermeja, a él le había concedido el presidente Rafael Reyes desde 1906.

GRÁFICO 4.4
INFLACIÓN MEDIDA POR EL IPC Y POR EL DEFLACTOR DEL PIB
1923-2022



Nota: los valores de 2022 corresponden a proyecciones que van en línea con los cálculos de inflación anual publicados por el DANE a septiembre de 2022.

Fuentes: Banco de la República (1923, y Greco, 1999); cálculos del autor.

En lo institucional constituyó también una transformación notable la desaparición del temor que embargaba a la sociedad frente a la creación y puesta en funcionamiento de un banco central de emisión. Aprehensión que había persistido por más de treinta años, luego de la creación del Banco Nacional durante el gobierno del presidente Rafael Núñez y de las controversias políticas que se suscitaron por las violaciones de las normas bajo las cuales él operó, en especial a través del episodio conocido como *emisiones clandestinas* (Hernández-Gamarra, 2000), y del desorden monetario que se presentó durante la guerra de los Mil Días.

En lo conceptual, la expresión más notoria de dichos temores y dudas fue la falta de un consenso sobre la naturaleza y funciones que debía cumplir el Banco de Emisión y en la vida diaria la consecuente proliferación de disímiles especies monetarias en circulación.

Sobre la naturaleza del Banco de Emisión durante muchos años no existió acuerdo, como se pone de presente al saber que no hubo consenso acerca de si

el sistema de emisión monetaria debía estar constituido por una banca múltiple o, por el contrario, consistir en un banco único. Por ello, sobre lo primero, entre 1904 y 1919, en el Congreso de la República naufragaron catorce iniciativas, y sobre lo segundo entre 1909 y 1921, se presentaron dieciocho proyectos (Meisel-Roca, 2017).

En relación con el numerario en circulación, por esos mismos años, en el país existieron numerosas especies que servían como medios de pago, siendo ellas, entre otras: las monedas de plata y níquel, las monedas de oro, los billetes representativos de oro, las cédulas del Tesoro, los bonos emitidos por bancos privados y aun billetes emitidos por el Banco de Inglaterra que, siendo ministro del Tesoro Esteban Jaramillo durante la presidencia de Marco Fidel Suárez, fueron aceptados en las oficinas recaudadoras de impuestos para el pago de los tributos.

Dicho estado de cosas, junto a la falta de claridad normativa para el funcionamiento del sistema bancario, hacían en extremo precaria la institucionalidad para crear y controlar el dinero en circulación y para regular todo lo relativo al crédito.

En materia organizacional, los cambios más importantes fueron la fundación del Banco de la República, la modernización de los ministerios, la puesta en marcha de la Superintendencia Bancaria y la creación de la Contraloría General de la República.

4.3.1 LA MISIÓN KEMMERER Y SUS PRIMEROS RESULTADOS

Todos estos hechos sucedieron a mediados de 1923, con ocasión de la acogida que social y legalmente tuvieron las recomendaciones de una misión de expertos norteamericanos encabezada por Edwin Kemmerer, un experto en asuntos monetarios y bancarios que enseñaba en la Universidad de Princeton, y había sido asesor sobre esas materias en Filipinas (1903 y 1906), en Egipto (1906), en México (1917) y en Guatemala (1919). Dicha misión contó con el apoyo del capital norteamericano por su interés en vincularse al país, y también con el del Gobierno nacional, debido a su deseo de modernizar y clarificar la regulación para el manejo macroeconómico.

Esta misión estuvo integrada, además de Kemmerer, por Howard M. Jefferson, experto en bancos y su organización; Frederick Rogers Fairchild, experto en temas rentísticos; Thomas Russell, experto en contabilidad y organización financiera; y,

Frederick Luquiens, profesor de español en la universidad de Yale, quien actuó como secretario y traductor de la misión.

Como contraparte nacional actuaron Esteban Jaramillo y Vicente Villa, un empresario colombiano radicado en Estados Unidos, quien era amigo personal de Pedro Nel Ospina, quien a la sazón se desempeñaba como presidente de la República.

Los expertos norteamericanos llegaron a Bogotá en marzo de 1923, y como parte de la metodología de trabajo, a fin de compenetrarse con la legislación existente y entender la receptividad o resistencia que sus propuestas pudieran tener, realizaron reuniones y entrevistas con políticos, banqueros, industriales, hombres de negocios y funcionarios. Para estrechar sus lazos con la élite, los integrantes de la Misión se dedicaron, además, a una amplia gama de actividades recreativas que incluían, entre otras, la práctica de actividades deportivas como el tenis y el golf y la asistencia a toda suerte de eventos sociales.

En solo dos meses, la Misión preparó, con sus respectivas exposiciones de motivos, cinco proyectos de ley que incluyeron:

- La creación del Banco de la República como banco central de emisión y redescuento.
- La ley general para establecer una nueva normatividad sobre los establecimientos bancarios y la creación de la Superintendencia Bancaria.
- La ley sobre formación y manejo del presupuesto nacional.
- La creación del Departamento de Contraloría.
- La norma relativa al impuesto de timbre y papel sellado.

Para que estudiara esas iniciativas, el Poder Ejecutivo convocó al Congreso a sesiones extraordinarias a partir del 28 de mayo, fecha después de la cual Kemmerer y sus colaboradores prepararon otras cinco iniciativas legislativas, así:

- Un proyecto de ley que introducía modificaciones al número y la nomenclatura de los ministerios, y que, entre otras cosas, preveía la sustitución del Ministerio del Tesoro por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- Otro que introducía cambios en la organización para la recolección y administración de los ingresos del Estado.

- Y sendos estatutos sobre los instrumentos negociables, el impuesto de renta y uno que imponía un tributo al transporte de pasajeros.

En solo cincuenta días, entre finales de mayo y el 19 de julio, periodo en que el Congreso estuvo reunido en sesiones extraordinarias, el órgano legislativo acogió casi la totalidad de las iniciativas propuestas por Kemmerer y sus asesores, pues solo fueron negados los proyectos relativos a los impuestos sobre transporte de pasajeros y a la renta.

4.3.2 VISIÓN MACROECONÓMICA DE KEMMERER

El pensamiento de Kemmerer abarcaba un conjunto de ideas sobre la política macroeconómica en sus aspectos monetarios, cambiarios, fiscales en general, y presupuestales en particular, los cuales se complementaban con la prédica de un cuidadoso manejo de los bienes del Estado y, por ende, sobre la necesaria supervisión que para ello se requería.

A la caótica situación existente sobre la emisión monetaria y el sistema crediticio se buscó poner término al establecer el monopolio del Banco de la República para la emisión del dinero, y la creación de una nueva normatividad sobre los establecimientos bancarios que quedó contenida en la Ley 45 de 1923. Esta, luego de definir a un establecimiento bancario como “todo individuo, corporación, sociedad o establecimiento que hace habitualmente el negocio de recibir fondos en depósito general, o de hacer anticipos en forma de préstamos, o de efectuar descuentos, o cualesquiera de estas operaciones” (art. 1), reguló lo relativo a las distintas clases de bancos, las secciones que podían constituirlos, los depósitos que podían recibir, el capital mínimo requerido para su creación, el encaje que debían mantener en relación con sus depósitos, las calidades de los socios fundadores y las limitaciones y restricciones en sus operaciones.

Instituido el Banco de la República como el banco de emisión, depósito y descuento, y responsable de la estabilidad cambiaria, la doctrina de Kemmerer predicó que debía operar bajo un sistema de patrón oro, o sea, se instituyó la convertibilidad de los billetes por oro.

Función cuyo cabal cumplimiento supuso la unificación del numerario en circulación como primera tarea del Banco de la República, pues ello era indispensable para poder ejercer el monopolio de la emisión. Tarea que se empezó a cumplir luego de conjurar el amago de pánico financiero que se inició el 15 de julio de 1923,

cuando circularon rumores sobre las dificultades financieras que afrontaba la casa Pedro A. López, que llevó a una crisis de liquidez al Banco López, e hizo que el Banco de la República iniciara funciones antes de lo inicialmente previsto.

La unificación del numerario se cumplió en un corto periodo, pues ya para 1928 prácticamente solo circulaban como medio de pago los billetes del Banco de la República y la moneda de Tesorería, como se muestra en el Cuadro 4.1.

CUADRO 4.1

ESPECIES MONETARIAS EN CIRCULACIÓN EN JUNIO DE CADA AÑO MILES DE PESOS

CONCEPTO	1923	1924	1925	1926	1927	1928
Billetes nacionales	10.360	10.360	10.360	9.985	9.215	8.730
Monedas de plata	9.779	9.780	9.778	9.778	9.778	9.778
Monedas de cobre y níquel	2.000	2.000	2.006	2.000	2.000	2.000
Cédulas de tesorería	3.214	999	242	86	43	32
Bonos del tesoro	5.090	4.254	1.646	581	238	123
Bonos bancarios	637	162	38	28	16	12
Cédulas bancarias	4.096	3.163	1.938	906	285	52
Billetes del Banco de la República	-	10.179	23.195	36.923	42.272	50.977
Total	35.176	40.897	49.203	60.287	63.847	71.767^{a/}

^{a/} El total incluye 63.000 pesos en billetes extranjeros.

Fuente: Hernández Gamarra (2004, p. 165); elaboración del autor.

Como puede observarse, para 1928 habían desaparecido como especies monetarias en circulación las Cédulas de Tesorería, los Bonos del Tesoro y los Bonos y Cédulas Bancarias. De esa manera, en ese último año cerca del 88 % del circulante estaba constituido por los billetes del Banco de la República, las monedas de plata y las de cobre y níquel.

Estas últimas fueron emitidas prácticamente durante todo el siglo XX por la Tesorería General de la República, y por ello eran conocidas en la jerga de

la emisión monetaria como monedas de tesorería. Solo a principios de los años noventa, mediante el artículo 36 de la Ley 31 de 1992, se llegó a un acuerdo para que esas monedas fueran emitidas también por el Banco de la República, que adquirió del Gobierno el privilegio de esa emisión pagándole con las acciones del Banco Central Hipotecario, de las cuales era propietario.

En cuanto a los billetes nacionales, su monto en circulación descendió semestre tras semestre desde junio de 1923, de acuerdo con lo estipulado por la Ley 25, ya que el Gobierno nacional destinó los dividendos recibidos del Banco de la República para retirarlos de la circulación. A partir de 1931, el Congreso de la República destinó a otros fines esos dividendos y el valor nominal de los billetes nacionales representativos de oro, puestos en circulación para retirar los emitidos durante la guerra de los Mil Días, solo en 1975 vino a ser totalmente amortizado por el Gobierno (Hernández-Gamarra *et al.*, 2004, p. 166).

En lo referente a la búsqueda de la estabilidad del tipo de cambio, se instituyó el manejo de un rango de variación de la tasa de cambio como se explica a continuación. Para la época, los bienes importados y los exportados se pagaban con letras de cambio o giros sobre el exterior. Una sobreoferta del valor de esas letras de cambio, en comparación con su demanda, tendía a bajar la tasa de cambio, para evitar lo cual el Banco de la República intervenía en el mercado comprando el exceso de oferta. Por el contrario, un exceso de demanda del valor de dichas letras provocaría una tendencia al alza de la tasa de cambio, que hacía que el Banco interviniera en el mercado cambiario vendiendo esas letras y aumentando así su oferta.

El precio de venta de esas letras se estableció en COP 1,0435 por dólar, que era equivalente a la paridad intrínseca de la moneda nacional con el dólar (1,0275) más el costo de las exportaciones del oro (1,6 centavos por dólar). De similar manera, el precio de compra se estableció en la paridad intrínseca, menos el costo de la importación del oro y, por tanto, equivalía a COP 1,0115 por dólar. Como puede deducirse, el rango de variación de la tasa de cambio equivalía a 3,2 centavos de pesos por dólar, o sea que era equivalente a dos veces el costo de la importación o de la exportación del oro.

De esa manera, la política cambiaria determinaba, de una parte, que la tasa de cambio nominal para todo propósito práctico pudiese considerarse como fija y, de otra, que ese tipo de cambio se mantuviera relativamente estable entre COP 1,0435 y COP 1,0115 por dólar. Política que, en cuanto al tipo de cambio nominal, se cumplió plenamente entre 1923 y 1928 como muestra el Cuadro 4.2.

Sin embargo, la tasa de cambio real disminuyó en vista del alza en el nivel general de precios que se presentó en el periodo, como se analiza más adelante.

CUADRO 4.2
TASA DE CAMBIO
1923-1929

AÑO	PESOS POR DÓLAR
1923	1,042
1924	1,007
1925	1,016
1926	1,017
1927	1,024
1928	1,022

Fuente: Hernández Gamarra (2004, p. 205); elaboración del autor.

Pasando ahora al análisis de la política monetaria, primero se definen los medios de pago (MI) como la suma del efectivo (E) más los depósitos en cuenta corriente (D). O también como el producto de la base monetaria (B) y un multiplicador de ella (m).

Esto es:

$$MI = m \times B \quad (\text{ecuación 4.1})$$

Por el lado de su demanda, la base monetaria está constituida por el efectivo (E) más las reservas bancarias (R), o sea:

$$B = E + R \quad (\text{ecuación 4.2})$$

De lo cual se sigue que m depende inversamente de la preferencia por efectivo ($e = E/D$) y del coeficiente de encaje bancario ($r = R/D$).

Puesto que el multiplicador permanecería constante, el crecimiento de los medios de pago en circulación dependería únicamente del crecimiento de la emisión de la base monetaria. La constancia del multiplicador obedecía, de una parte, a que el coeficiente de encaje bancario no se concebía como un

instrumento de la política monetaria y por tanto permanecería fijo; y, de otra, a que se suponía que la variación de la preferencia por efectivo, vis a vis los depósitos bancarios, no se modificaría sensiblemente.

La base monetaria (B) en teoría podría controlarse a través del redescuento del Banco de la República, que bajo ese esquema sería el instrumento predominante de la política monetaria según se estableció en la legislación.

Desde un punto de vista contable, la variación de la oferta de base monetaria se cuantifica por el cambio en el *stock* de reservas internacionales (ΔRI) más el del crédito interno concedido por el Banco de la República (ΔCI). Esto es:

$$\Delta B = \Delta RI + \Delta CI \quad (\text{ecuación 4.3})$$

Con fines analíticos, es conveniente clasificar la variación de las reservas internacionales entre las que son producto de diferencia entre las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios, o sea la balanza cambiaria (BC), las que se originan en el incremento del endeudamiento externo del sector privado (ΔEEP_r) y las que son producto del incremento en el endeudamiento externo del sector público (ΔEEP_u). O sea:

$$\Delta RI = BC + \Delta EEP_r + \Delta EEP_u \quad (\text{ecuación 4.4})$$

A su vez, el crédito interno concedido por el Banco de la República se puede agrupar entre el otorgado al sector público y el destinado al sector privado, así:

$$\Delta CI = \Delta CISP_u + \Delta CISP_r \quad (\text{ecuación 4.5})$$

De lo cual se sigue que

$$\Delta B = (BC + \Delta EEP_r) + (\Delta EEP_u + \Delta CISP_u) + \Delta CISP_r \quad (\text{ecuación 4.6})$$

De esta manera, la variación en términos absolutos de la oferta de base monetaria se compone del efecto que sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos tienen las operaciones del sector privado por la vía de comercio, de la inversión

directa o del crédito⁵ –que en este trabajo se denominará *balanza de pagos ajustada*–, y que cuantitativamente comprende todas las variaciones en la reservas internacionales excluidas de ellas el endeudamiento del sector público; de la parte del déficit fiscal que se financia con emisión monetaria⁶ y, por ende, mide los efectos directos de la política fiscal sobre la expansión del dinero primario, en particular, y en general sobre la oferta monetaria; y el crédito interno neto del Banco de la República a los sectores no gubernamentales.

Estos tres componentes de la expansión de la base monetaria siguen la metodología propuesta por Barro (1973) y serán los utilizados para ese fin a lo largo del trabajo, ya que así se pone de presente, en todo momento, la estrecha relación entre las políticas monetaria, cambiaria y fiscal, que es consustancial a los análisis que aquí se hacen, y gracias a los cuales fue posible construir una base de datos uniforme para todo el periodo 1923-2022, como se muestra en el Anexo 4.2.

Teniendo en cuenta las severas limitaciones que en 1923 se establecieron para que el Gobierno no abusara de la posibilidad de financiar el presupuesto nacional a través del Banco de la República, y que no se concebían créditos directos recurrentes de este al sector privado distinto de los bancos, los instrumentos de la política monetaria para expandir o contraer las reservas de los bancos eran el redescuento y las operaciones de mercado abierto.

Estas últimas quedaron establecidas como una posibilidad en la ley orgánica del Banco de la República, pero no tuvieron ninguna significación en el periodo ahora analizado, puesto que el instrumento preferido por la doctrina de Kemmerer para el manejo de la política monetaria era, como se anotó atrás, el uso de la tasa de redescuento.

Hecho que quedó registrado en la exposición de motivos al proyecto de ley orgánica para la creación del Banco de la República en los siguientes términos:

Las tasas de descuento serán sin duda el arma más poderosa que el Banco pueda tener, para proteger el mercado monetario del país, prevenir el éxodo considerable de oro, contener especulaciones peligrosas y conservar sus reservas metálicas en cantidad suficiente para inspirar confianza en su capacidad de conjurar las crisis posibles. Por esta razón, y en armonía con las *Leyes* que rigen los bancos centrales de emisión en otros países, la ley colombiana debe dar al Banco amplia libertad respecto a la fijación del tipo de

⁵ Que es el primer paréntesis de la ecuación 4.6.

⁶ Que es el segundo paréntesis de la ecuación 4.6.

descuento. El Banco tendrá una gran responsabilidad, y debe dársele, por consiguiente, todas las facultades necesarias para asumirla, facultades que serán en gran parte ejercidas por medio de la variación de los expresados tipos de descuento. (Kemmerer, citado por Hernández Gamarra *et al.*, 2004, p. 151)

Expuesta así la concepción de Kemmerer sobre el manejo cambiario y monetario, es preciso enfatizar en que esa visión se complementó con recomendaciones claras y precisas sobre el manejo de la política fiscal, de tal suerte que se preservara el equilibrio en las finanzas públicas, para lo cual se dictaron las leyes 34 de 1923 sobre la formación del presupuesto; la 36 del mismo año, sobre la recaudación y administración de las rentas nacionales, y la 42, que reorganizó la contabilidad nacional y creó el Departamento de Contraloría⁷.

En lo referente al manejo presupuestal, la concepción de Kemmerer era especialmente precisa, pues en la exposición de motivos del proyecto de ley sobre su formación se dijo:

el presupuesto de rentas y gastos es sin duda el documento público que reviste mayor importancia en la vida financiera de un país, a la vez que un indicio claro del desarrollo que en él han alcanzado las instituciones democráticas, ya que, por medio de la Ley de Hacienda, el pueblo, por conducto de sus representantes autorizados fija y circunscribe la órbita fiscal dentro de la cual debe moverse el gobierno y le señala el límite de sus funciones administrativas en un periodo determinado. De la manera como se forma, se expida, se ejecute y se fiscalice el presupuesto nacional depende el correcto y ordenado manejo de los negocios públicos, el exacto conocimiento de la capacidad fiscal del país, el equilibrio armónico de las entradas y los gastos, el desarrollo del crédito nacional, y aún la estabilidad de las instituciones políticas”. (Kemmerer, 1923, citado por Hernández *et al.*, 2004)

Estos principios se complementaron con las facultades de que fue investido el contralor general de la República, ya que él fue autorizado para llevar las cuentas de la nación, incluida la relacionada con la deuda pública; controlar el monto del endeudamiento gubernamental y la ejecución presupuestal; y presentar al presidente de la República un informe anual sobre la situación de las finanzas públicas durante el año anterior, el cual incluiría “los comentarios y recomendaciones que

⁷ Para la época, un departamento administrativo era equivalente a un ministerio, según se constata en Naranjo (2007, p. 93).

el contralor juzgue conveniente hacer con respecto a las finanzas públicas” (Ley 42 de 1923, art. 69).

Todas estas previsiones procuraron la estabilidad fiscal y se solidificaron al prescribirse en la ley orgánica del Banco de la República, en general, precisas restricciones sobre la injerencia del Gobierno en el manejo del Banco y, en particular, sobre el endeudamiento del sector público para con este. Sobre este asunto se estableció que ese crédito no podría superar el 30 % del capital pagado y las reservas del Banco, y que, además, salvo disposición especial en contrario, todo crédito al sector público requeriría del voto favorable de siete miembros de la Junta Directiva del Banco, en la que el Gobierno solo tenía tres asientos de los diez que la conformaban. Esto, en la práctica, establecía un poder de veto al crédito al sector público por parte de la mayoría de la representación privada en ella.

Dichas restricciones estaban encaminadas a evitar la indebida injerencia del Gobierno en la administración del Banco y su excesivo endeudamiento con este, pues en el sentir de Kemmerer,

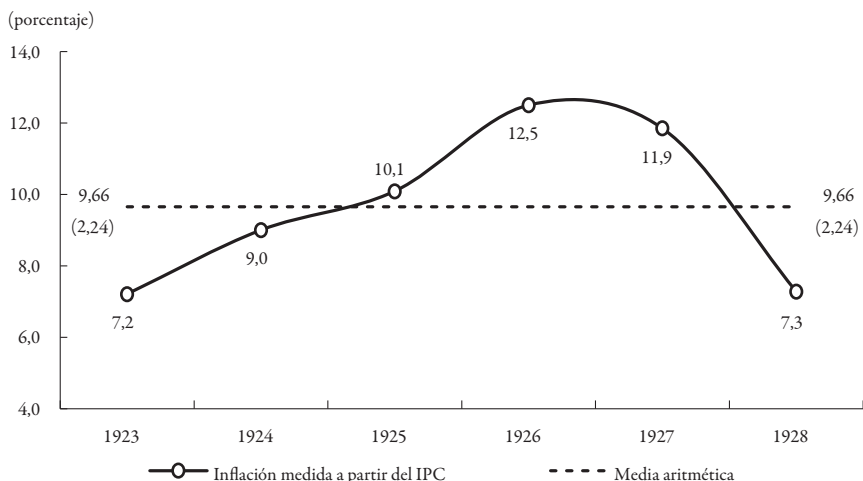
el temor más general y acentuado respecto al éxito del banco [sic] consiste en que *éste* puede quedar bajo la indebida influencia del Gobierno y ser llevado al fracaso por obra de la política, temor que parece justificado ampliamente por la historia bancaria de Colombia. (Kemmerer, 1923, citado por Hernández-Gamarra *et al.*, 2004, p. 147)

4.3.3 LA INFLACIÓN Y EL ENTORNO MACROECONÓMICO

Es destacable que entre 1906 y 1922, en medio del desorden institucional existente, la tasa de inflación tuviese un promedio anual de 1,73 %⁸ (Meisel-Roca, 2017). Por eso, provocó gran preocupación y generó un arduo debate que, durante el lapso transcurrido entre 1923 y 1928, de manera atípica para las circunstancias de la época, la tasa de inflación promedio anual ascendiera al 9,66 %, siendo creciente entre 1923 cuando alcanzó el valor mínimo del periodo (7,2 %), y 1926, cuando tuvo su valor máximo (12,5 %), el cual retrocedió levemente en 1927 y de manera pronunciada en 1928, como se observa en el Gráfico 4.5.

⁸ Promedio en extremo variable, pues durante ese lapso hubo años de elevada inflación y también caídas pronunciadas en el nivel de precios en algunos de ellos.

GRÁFICO 4.5
INFLACIÓN MEDIDA POR EL IPC
1923-1928



Nota: entre paréntesis se presenta la desviación estándar de la inflación medida por el IPC durante el periodo estudiado.

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

Elevación en el ritmo de la inflación que estuvo acompañada de un incremento promedio anual del PIB del 8,06 %, que fue el mayor del último siglo para un lapso de similar duración, dado que después de ello durante ninguno de los quinquenios estudiados en este trabajo el crecimiento económico promedio anual superó el 6 %.

Este elevado crecimiento económico, por el lado de la demanda final, tuvo una expansión del 11,69 % entre 1926 y 1927⁹, cuyos factores especialmente dinámicos fueron el aumento de las exportaciones y del gasto del Gobierno.

En cuanto a las exportaciones, el Cuadro 4.3 muestra su evolución al igual que el de las importaciones y el resultado de la balanza cambiaria.

De estas cifras es posible deducir que el crecimiento acumulado promedio anual de las exportaciones fue, en términos nominales, superior al 18 % anual, cuando, como se ha señalado, la inflación fue del 9,66 %. Expansión notable en términos

⁹ Según las cifras de la estructura del PIB (Greco, 1999).

reales que se acentuó entre 1926 y 1928, periodo en el que alcanzó el 17,28 % nominal anual, según también se evidencia en las cifras de la estructura del PIB¹⁰.

CUADRO 4.3
EXPORTACIONES, IMPORTACIONES Y BALANZA CAMBIARIA
(MILLONES DE PESOS CORRIENTES)
1923-1928

AÑO	EXPORTACIONES (X)	IMPORTACIONES (M)	BALANZA CAMBIARIA (X-M)
1923	60,25	67,21	-6,96
1924	86,17	62,25	23,91
1925	84,82	97,2	-12,38
1926	111,72	123,97	-12,26
1927	109	139,17	-30,17
1928	133,61	162,38	-28,78

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

La expansión de las exportaciones se debió, en especial, al crecimiento y la exportación de la producción de café, cuya significación pasó del 54 % en el total de ellas en 1915-1919, a más del 70 % en la década de 1920, según las cifras del Cuadro 4.4.

CUADRO 4.4
COMPOSICIÓN PORCENTUAL DE LAS EXPORTACIONES COLOMBIANAS
1915-1929

PERÍODO	CAFÉ	BANANO	PETRÓLEO	OTROS	TOTAL
1915-1919	54	6	-	40	100
1920-1924	74	6	-	20	100
1925-1929	69	6	17	8	100

Fuente: McGreevey (1975, p 211); elaboración del autor.

El valor de este crecimiento se incrementó no solo como consecuencia del aumento de las cantidades exportadas, las cuales crecieron 53 % entre 1922

¹⁰ Desafortunadamente no existe información separada para las exportaciones en 1923 y 1924.

y 1928, sino también por el alza de los precios que pasaron de 15,4 centavos por libra en 1922 a 26,3 para la misma unidad en 1928, y provocaron notables mejoras en los términos de intercambio (Bejarano, 1972).

La significación del café en las exportaciones colombianas persistiría hasta casi finales del siglo XX; por tanto, ese cultivo sería determinante no solo para la generación de divisas, sino para el desempeño macroeconómico por la importancia que el café adquirió también sobre el empleo y el manejo de la política monetaria, en especial cuando sus precios fluctuaron acentuadamente en los mercados internacionales.

En cuanto al gasto del Gobierno, entre 1923 y 1928 este se expandió a un ritmo del 30,14 % anual, con un mínimo del 23,08 % en 1925 y un máximo de 36,37 % en 1928. Gasto que, en gran parte, se destinó al financiamiento de las obras públicas y, en especial, a la red ferroviaria que pasó de 1.481 kilómetros en 1922 a 2.434 en 1929, pero que también incluyó, según la memoria del ministro de Obras Públicas de la época, la apertura de Bocas de Ceniza y la canalización del río Magdalena, la construcción de la carretera a Cambao, y otras en Nariño, la costa Caribe, Antioquia, Tolima y Cauca, al igual que la construcción del Capitolio Nacional, el Palacio de Justicia y estaciones de ferrocarril en Chiquinquirá, el Salto del Tequendama y en Buenaventura, y de palacios nacionales en Medellín, Manizales y Cali (Alarcón-Nuñez, 2022, p. 69).

En gran medida, este aumento en el gasto público se financió con impuestos, en especial el de aduanas, debido al incremento de las importaciones, pero que también se tradujo en un déficit fiscal que Meisel-Roca (1990) estimó, respectivamente, en 3,05 % y 4,54 % del PIB en 1927 y 1928.

Poca duda puede haber en que esa expansión de los más significativos componentes de la demanda final, al igual que la del consumo privado, repercutió en el alza en el nivel de precios. En el caso de las exportaciones, ello no se manifestó adicionalmente en la expansión de los medios de pago, pues, como se deduce en las cifras del Cuadro 4.3, esta fue más que compensada por alzas en las importaciones, de tal suerte que el efecto de la balanza cambiaria fue contraccionista.

Ese, sin embargo, no fue el caso del gasto gubernamental, porque el significativo déficit fiscal se sufragó con endeudamiento externo ante la baja financiación que de aquel se cubría con recursos del sector privado, y por las ya anotadas restricciones que la Ley Orgánica del Banco de la República consagró para que esta entidad financiara el gasto público.

La evolución del endeudamiento externo se muestra en el Cuadro 4.5, en el cual se anota también el del sector bancario.

CUADRO 4.5
DEUDA EXTERNA A LARGO PLAZO (MILES DE DÓLARES)
1923-1928

AÑO	NACIÓN	DEPARTAMENTOS	MUNICIPIOS	SUB-TOTAL SECTOR PÚBLICO	BANCARIA	TOTAL
1923	21.085	-	3.000	24.085	-	24.085
1924	18.530	-	8.970	27.500	-	27.500
1925	17.223	2.963	9.725	29.911	-	29.911
1926	14.501	27.132	12.939	54.572	8.922	63.494
1927	37.252	40.938	17.303	95.493	31.449	126.942
1928	71.125	63.497	24.008	158.630	44.484	203.114

Fuente: Meisel-Roca (1990b, p. 287); elaboración del autor.

Este endeudamiento fue la principal fuente de expansión de la base monetaria en 1926 y 1927, en conjunto con los USD 25 millones recibidos del Gobierno de Estados Unidos como indemnización por la separación de Panamá, que llegaron en alícuotas de USD 5 millones anuales entre 1923 y 1927¹¹.

Los flujos de recursos externos, junto con el aumento de las exportaciones atrás señalado, significaron una notoria mejora en la capacidad para importar, cuya restricción había sido serio limitante para el crecimiento económico y que, como se muestra en el Cuadro 4.6, se reflejó en un fuerte aumento en las reservas internacionales.

CUADRO 4.6
SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)
1923-1928

AÑO	RESERVAS INTERNACIONALES	CRECIMIENTO (PORCENTAJE)
1923	7,0	
1924	23,0	228,6
1925	36,0	56,5
1926	43,0	19,4
1927	44,0	2,3
1928	65,0	47,7

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

¹¹ Así lo señalan la mayoría de los tratadistas, aun cuando Bejarano (1972, p. 3) informa que en 1923 se recibieron USD 10 millones y el resto en montos de USD 5 millones cada uno entre 1924 y 1926.

4.3.4 EL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO Y LA INFLACIÓN

En el periodo 1923-1928, el crecimiento de los medios de pago fluctuó extremadamente, ya que fue superior al 22 % en 1924-1926, se redujo al 5,1 % en 1927 y volvió a ascender hasta el 17 % en 1928, como muestra el Cuadro 4.7.

CUADRO 4.7
DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO ANUAL DE LOS MEDIOS DE PAGO
1923-1928

AÑO	CRECIMIENTO DE M1 (PORCENTAJE)	CRECIMIENTO DE LA BASE MONETARIA (PORCENTAJE)	CRECIMIENTO DEL MULTIPLICADOR (PORCENTAJE)	PREFERENCIA POR EFECTIVO $E = E/D$	COEFICIENTE DE RESERVAS BANCARIAS $R = R/D$
1923	-	-	-	2,13	1,34
1924	27,9	3,4	23,7	2,16	0,64
1925	27,3	12,5	13,1	2,02	0,35
1926	22,7	20,4	2	1,69	0,38
1927	5,1	6,8	-1,6	1,83	0,38
1928	17	16,4	0,5	1,81	0,37

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

En 1924, el crecimiento de los medios de pago fue producto en gran medida del multiplicador que en ese año dio cuenta de un 85 % de su expansión; que en 1925 se explicó por partes iguales por el aumento de la base y el multiplicador; y que, entre 1926 y 1928, se debió casi que exclusivamente al aumento de la base monetaria pues el multiplicador permaneció prácticamente constante.

En el caso del multiplicador, sus variaciones se debieron, en lo fundamental, a la caída en el coeficiente de reservas bancarias, ya que el coeficiente por efectivo luego de la caída que tuvo entre 1923 y 1926 permaneció constante entre 1927 y 1928.

Por lo que hace a la base monetaria, sus variaciones obedecieron al endeudamiento externo, principalmente gubernamental, antes anotado.

Comentario especial sobre los cambios en esas variables merece la caída en el coeficiente de reservas bancarias, para enfatizar que ella no fue producto de una decisión deliberada de la política monetaria, sino resultado de la mayor actividad crediticia de los bancos que, al iniciar sus actividades bajo la nueva normatividad en 1923, tenían reservas bancarias superiores a sus depósitos; es decir, cumplían poco su función crediticia.

Como resultado de la expansión del crédito bancario, “que a fines de 1923 ascendía a solo 30,5 millones de pesos [y] en 1928 alcanzó un pico de 95,4 millones con una tasa de crecimiento promedio anual, en esos cinco años, equivalente al 21 %” (Hernández-Gamarra et al., 2004, p. 168), el coeficiente de reservas bancarias descendió a cerca del 38 %, como muestra el Cuadro 4.7.

El ascenso en la actividad crediticia de los bancos fue producto, por un lado, de la nueva normatividad prevista en la Ley 45 de 1923, y por otro, del funcionamiento del Banco de la República como entidad de redescuento y como organismo centralizador de las reservas de los bancos.

A pesar del descenso en el coeficiente de reservas bancarias, al permanecer esa variable cercana al 38 % era muy superior al mínimo legal establecido por la Ley 45 de 1923, que lo fijó en 25 % para los depósitos en cuenta corriente de los bancos accionistas del Banco de la República, y en 12,5 % para sus depósitos a término, y en el doble de esos porcentajes para los que no lo fueran. Es de anotar que para efectos del coeficiente promedio de todo el sistema bancario, lo determinante eran las normas relativas a las reservas de los bancos accionistas, puesto que para 1927 del total de las 26 de esas instituciones existentes en el país 23 tenían esa condición.

Al decir de Kemmerer, en la exposición de motivos a la Ley Orgánica del Banco, ese exceso de reservas era lo usual en 1923, pues los bancos mantenían encajes cercanos al 34 %, muy superiores al mínimo legal que entonces también era del 25 %.

En cuanto a la relación entre el crecimiento de los medios de pago y la inflación, en la sección “4.7.6 La relación entre la inflación y el exceso de crecimiento en los medios de pago” se resume la construcción y los resultados que se obtuvieron de un modelo econométrico (véase en detalle en el Anexo 4.1), el cual concluye que la correlación entre las dos variables para el periodo 1923-1928 ascendió a 0,88.

4.3.5 REPERCUSIONES Y DEBATES SOBRE EL PROCESO INFLACIONARIO

Junto al incremento en la inflación, en el periodo 1923-1928 se presentó también un incremento en los precios relativos de los alimentos a lo cual contribuyó, sin duda, el mayor ingreso cafetero y sus efectos sobre la demanda por ellos; el aumento de la masa salarial provocado por la mayor demanda del trabajo para

las obras públicas; el alza de los salarios reales¹², y la baja elasticidad de la oferta agrícola que no respondió al aumento de la demanda.

Ese factor y la pugna política durante el gobierno de Miguel Abadía Méndez (1926-1930) tuvieron repercusiones en el debate sobre el proceso inflacionario y las medidas que se adoptaron para conjurarlo.

El hecho más citado como propulsor del fenómeno inflacionario, al cual se le atribuyó la causa primigenia del mismo, fue el endeudamiento externo. Crítica en la que coincidieron, entre otros, Alfonso López Pumarejo, Julio Caro, Clímaco Villegas, José Arturo Andrade y Alejandro López.

López Pumarejo en una conferencia que dictó el 9 de octubre de 1928, recogida por Aníbal Noguera (1975) con el título “El principio del fin”, criticó la política gubernamental, el derroche de los congresistas y la asignación de partidas presupuestales a ellos para ser invertidas en obras públicas regionales, y sobre el origen de la inflación, expresó lo siguiente:

Los empréstitos americanos han determinado el alza de todos los valores y todos los servicios. Son la fuente principal de esta prosperidad a debe de que se creen creadores y directores dos o tres decenas de encumbrados funcionarios y negociantes de posición distinguida. (López Pumarejo, 1975, p. 193)

Julio Caro, quien ejerció la gerencia del Banco de la República entre 1927 y 1947, señaló en el *Informe anual del Gerente a la Junta Directiva* de 1928: “El incremento de la circulación monetaria, factor bien importante en el alza de precios en el país, proviene de los considerables empréstitos contratados en el exterior por entidades públicas y privadas” (Caro, 1928, p. 46).

Por su parte, Clímaco Villegas (citado por Meisel Roca, 1990) también atribuyó el origen de la inflación al endeudamiento externo de la siguiente forma: “Inundada Colombia con empréstitos que en los años de 1927-1928 valieron \$153.000.000, era forzosa una inflación sin precedentes” (p. 274).

José Arturo Andrade, quien se desempeñó como miembro de la Junta Directiva del Banco de la República para la época, fue de similar parecer y en su texto sobre la fundación del Banco de la República y su operación en los primeros años, señaló que fue el Gobierno el que contrató los empréstitos sin preven-

¹² Aun cuando los datos sobre este particular son muy fragmentarios, todo indica que ese fue el caso según se desprende de los análisis del trabajo de López (1975).

ción y más bien con despreocupación de las consecuencias económicas de ello (Andrade, 1927).

Alejandro López, luego de anotar la rápida expansión de los billetes del Banco de la República en circulación y de los empréstitos externos señaló lo siguiente: “El resultado de todo eso fue un aluvión de moneda innecesaria y una borrachera de créditos, y los efectos sociales fueron, en primer lugar, alzar el costo de la vida y desequilibrar el presupuesto de las familias” (López, Alejandro, citado por Hernández Gamarra *et al.*, 2004, p. 176). No obstante, también atribuyó parte del proceso inflacionario a la falta de elasticidad de la oferta agropecuaria, pues, en su opinión, el sector agrícola no respondió a la mayor demanda debido al atraso de ese sector.

Al debate sobre las causas de la inflación no podía faltar el análisis de la responsabilidad que le cabía a la Junta Directiva del Banco de la República. Sobre este particular, Carlos Uribe Echeverry (1926, citado por Meisel-Roca, 1990) fue quien más directamente señaló la responsabilidad de esa institución al considerar que “el aumento de la moneda por parte del Banco de la República es la causa principal de la carestía de la vida” (p. 271).

Según Meisel-Roca (1990), el Banco poco o nada respondió a esas críticas, pues su postura fue negar, contra toda evidencia, la existencia del fenómeno inflacionario al considerar que la expansión monetaria había estado acorde con las de otras variables de la economía.

En retrospectiva, un juicio más ponderado que el de Uribe Echeverry señalaría que lo que efectivamente sucedió fue una falta de coordinación entre las autoridades, es decir, el Ejecutivo y el Banco de la República. Ello, a pesar de lo expresado por el gerente del Banco, Félix Salazar, quien en el primer *Informe anual a la Junta Directiva* anotó lo siguiente:

que haya en todo momento la cantidad de moneda necesaria para los cambios, sin que ocurran plétoras que produzcan inflaciones perjudiciales ni contracciones excesivas que lleven a desastrosas crisis. Es, pues, necesario que haya una entidad reguladora de la circulación monetaria que, sin peligro alguno para la estabilidad en el valor de la moneda, dé a la circulación signos de cambio en la cantidad que requieren las transacciones y retire del mercado, al llegar el caso, las sumas excedentes. (Salazar-Jaramillo, 1924, p. 18)

Para ello, el Gobierno nacional habría debido procurar la regulación del endeudamiento externo de departamentos y municipios, el cual estuvo sin ningún control hasta 1928, cuando el ejecutivo impulsó la expedición de la Ley

6 de ese año, en la cual se señaló que dicho endeudamiento estaría sujeto a la autorización previa del Gobierno.

Por otra parte, si bien es cierto que el Banco de la República, bajo las reglas del patrón oro, poco podía hacer para regular la oferta monetaria, dado que su único instrumento para esos efectos era la modificación de la tasa de redescuento, quedó limitado aún más por la regla establecida en su ley orgánica que limitó el valor de los redescuentos a un porcentaje de su capital y reserva legal.

Finalmente, un debate de importancia fue el relativo a la no respuesta de la oferta agrícola frente a la mayor demanda por esos productos. Debate que desde entonces persistiría en dos aspectos fundamentales: a) el atinente a las causas de esa falta de respuesta que en muchas ocasiones se asoció con el atraso tecnológico del sector, producto de la estructura de la propiedad agraria; y b) la posibilidad de aumentar la importación de bienes agrícolas para aminorar los impactos del cambio en sus precios relativos y sus repercusiones sobre el costo de vida; medida que se adoptó en 1928.

4.4 PERIODO 1929-1935

La expansión de la actividad económica que se inició desde principios de los años 1920 perdió dinamismo a partir del segundo semestre de 1928, cuando empezó a confluír la reducción del precio externo del café con la parálisis del flujo de capitales provenientes del exterior.

Estos fenómenos repercutieron en el manejo de las políticas cambiaria, monetaria y fiscal; lo cual, a su vez, se tradujo en importantes cambios institucionales y tuvo amplio impacto sobre la actividad económica, el empleo y las variaciones en el nivel general de precios.

El crecimiento económico se resintió a tal punto que en 1930 y 1931 se presentó una caída en el nivel del producto interno bruto (PIB); el empleo disminuyó, tanto en el sector público como en el privado; y, el nivel general de precios bajó sucesivamente durante los siete años transcurridos entre el inicio de 1929 y el final de 1935, con excepción de 1934 en el cual se presentó una inflación del 16,9%.

4.4.1 INICIO DE LA CRISIS Y PRIMEROS EFECTOS

El precio del café, que en enero de 1928 alcanzó 29,24 centavos de dólar por libra, cayó a 24,65 en diciembre de ese año; caída que se acentuó durante el

segundo semestre de 1929, ya que al final del año fue de 16,59 y, desde entonces, tuvo un pronunciado descenso durante todo el primer quinquenio de los años 1930, como se observa en el Cuadro 4.8.

CUADRO 4.8
PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK
1928 Y 1935

AÑO	CENTAVOS DE DÓLAR POR LIBRA DE 453 GRAMOS
1928	24,65
1929	16,59
1930	17,25
1931	12,53
1932	10,52
1933	11,38
1934	12,43
1935	10,26

Fuente: *Revista del Banco de la República* (varios números) e *Informe anual del gerente a la Junta Directiva* (varios años).

Esa evolución del precio del grano, que se había consolidado cada vez como el más importante producto de exportación del país, tuvo como razón de ser la recesión en Estados Unidos que ya para entonces era el más importante importador mundial del café. A esta falta de demanda se agregó una abundante sobreoferta por el rápido crecimiento que la producción tuvo en los años inmediatamente anteriores en Colombia y Brasil. País este último que, por falta de financiación externa, enfrentó enormes dificultades para proseguir una política de retención del grano, de suerte que el mismo no llegara a los mercados mundiales (Ocampo y Montenegro, 1982).

En lo que respecta al flujo de endeudamiento externo, el rápido ascenso que esta variable mostró en Colombia hasta mediados de 1928 se detuvo desde entonces, ya que de los USD 75,4 millones que creció su monto en ese año, más del 90 % ocurrió en el primer semestre, dado que durante el segundo solamente ingresaron USD 5,6 millones. Además, a partir de 1929 ese endeudamiento retrocedió levemente hasta 1932 y luego permaneció prácticamente constante durante los siguientes tres años, como se aprecia en el Cuadro 4.9.

CUADRO 4.9
DEUDA EXTERNA (MILES DE DÓLARES)
1928-1935

AÑO	DEUDA EXTERNA TOTAL
1928	158,01
1929	158,63
1930	154,56
1931	149,92
1932	145,05
1933	145,13
1934	148,25
1935	145,29

Fuente: Memorias del gerente del Banco de la República de 1951.
 Comprende la deuda nacional, departamental y municipal.

El curso de esa evolución del endeudamiento externo obedeció a tres distintos factores: el alza de las tasas de interés en Estados Unidos, que desincentivó la exportación de capitales desde ese país; la expedición de la Ley 6 de 1928, que fue utilizada por el gobierno de Estados Unidos para sembrar dudas sobre la capacidad de pago de Colombia; y, los debates internos sobre la política que se debía seguir aquí frente a las compañías petroleras norteamericanas que fueron vistos, y difundidos por ellas, como acciones atentatorias contra los intereses del capital extranjero en general.

La expedición de la Ley 6 de 1928 dio lugar a que el Departamento de Comercio de Estados Unidos expidiera la Circular Especial 305, de septiembre de 1928, en la cual les advirtió a los acreedores sobre los riesgos de incumplimiento por parte del Estado colombiano en los siguientes términos:

el mismo hecho que el gobierno central ha considerado necesario tomar medidas tan fuertes para restringir el endeudamiento local, debe ser considerado con cuidadosa atención. El secretario de finanzas ha señalado muy francamente que los empréstitos externos contratados por los departamentos y municipios en los últimos tres años han llegado a un nivel tal que el crédito no solo de esos deudores, sino del gobierno central está en peligro. (Department of Commerce, 1928, citado por Meisel-Roca, 1990, p. 289)

A pesar de su rápida aceleración en los años precedentes, el endeudamiento total de Colombia en 1928 era relativamente bajo comparado con el de otros

países de Latinoamérica; la capacidad de pago del país mostraba indicadores de solvencia aceptables; y, la Ley 6 de 1928 estuvo encaminada precisamente a evitar el desbordamiento de la deuda por parte de departamentos y municipios. Por esas claras razones, los tratadistas que se han ocupado de examinar el contenido de la circular 305, entre otros Echavarría (1982), Meisel-Roca (1990), Patiño-Rosselli (1981) y Rippy (1981), dejaron anotado que su real motivación no fue prever el riesgo de los acreedores norteamericanos, sino usar presiones de ese tipo a fin de revertir decisiones del Gobierno colombiano que se juzgaron desfavorables a las compañías petroleras de ese país. Como fue el caso del intento de la declaratoria de la caducidad de la Concesión Barco y la inconstitucionalidad de la Concesión de Mares (Posada, 1976).

Como parte de esas presiones, digno de especial mención es el tratamiento que los bancos norteamericanos le dieron a sus corresponsales colombianos, en lo referente al crédito comercial de corto plazo, otorgado para facilitar el comercio entre las dos naciones. Al respecto, en el informe del gerente del Banco de la República a la Junta Directiva de 1932 se anotó lo siguiente:

los bancos extranjeros, especialmente los americanos, cancelaban por cable los créditos que habían abierto a las instituciones colombianas, llegando alguno de estos al increíble extremo de protestar el giro de un banco respetable de Colombia expedido y presentado en virtud de un crédito vigente. (Caro, 1932, p. 26)

Como se explica más adelante, la disminución de la oferta de cambio exterior, bajo el esquema de patrón oro entonces imperante, llevó a caídas en la base monetaria, los medios de pago, el nivel general de precios y en la actividad económica.

4.4.2 POLÍTICA ECONÓMICA Y CAMBIOS INSTITUCIONALES

Esa crisis económica se manejó durante los primeros meses de la administración del presidente Enrique Olaya Herrera bajo las concepciones que aconsejaba la ortodoxia del patrón oro. Ello, no obstante que el nuevo mandatario empezó a ejercer el poder en representación del Partido Liberal, que había asumido el poder el 7 de agosto de 1930 por primera vez en casi medio siglo.

En cuanto a lo cambiario, en razón a esa ortodoxia, hasta mayo de 1929 la tasa de cambio nominal se mantuvo dentro del estrecho rango que había tenido a partir de 1923. Sin embargo, en esa fecha debido al exceso de demanda por

cambio exterior el Banco de la República elevó la tasa de venta del dólar a COP 1,0351, la cual se mantuvo hasta enero de 1932.

Además de esa primera devaluación, en virtud de las normas contenidas en las leyes 89 y 119 de septiembre y noviembre de 1931, respectivamente, el Congreso le confirió al Poder Ejecutivo facultades para conjurar la crisis y, en desarrollo de ellas, dictó el Decreto 1863 de ese año mediante el cual se suspendió el libre comercio del oro y se estableció el control de cambios internacionales, cuyo manejo se le confirió inicialmente a una junta autónoma integrada por el superintendente bancario, un miembro designado por el presidente de la República, y un tercero nombrado por la Junta Directiva del Banco de la República. Semanas después, el control de cambios y de las exportaciones quedó en manos de una dependencia del Banco, bajo la asesoría de un cuerpo de igual composición al inicialmente designado para esos efectos.

Ese control de cambios se concibió como una medida transitoria, por cuanto según se lee en el *Informe anual del gerente del Banco de la República a la Junta Directiva*, del 1 de julio de 1931 a junio 30 de 1932,

estas medidas de control a las que se ha tenido que recurrir en la angustiosa época que atravesamos más de treinta naciones de Europa, América y Asia, si bien alivian la situación particular de cada una de ellas, contribuyen a agravar la general del mundo, por las trabas y restricciones que imponen al comercio internacional y por eso no deben ellas mantenerse por lapso mayor del que absolutamente exijan las necesidades ineludibles de cada país".
(Caro, 1932, p. 32)

Esperanza que resultó totalmente fallida, pues en el caso colombiano el control de cambios en vez de ser transitorio, como así se señaló, solo fue desmontado sesenta años después.

En breve síntesis, se puede afirmar que el control de cambios consistía en el monopolio de la compra y venta de cambio internacional por parte del Banco de la República, esquema bajo el cual el Emisor quedó con mayor libertad para modificar la tasa de cambio nominal, la cual fue fijada en COP 1,05 por dólar el 12 de enero de 1932 y sucesivamente varió según muestra el Cuadro 4.10.

Evolución cuantitativa de la tasa de cambio que estuvo acompañada de modificaciones institucionales que progresivamente pusieron fin a las ideas sobre el manejo cambiario instituidas por Kemmerer en 1923.

En efecto, el incremento de la tasa de cambio de enero de 1932 no fue del agrado de los cafeteros que propugnaban por la libertad cambiaria y, por ello,

CUADRO 4.10
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO
(PESOS POR DÓLAR)

FECHA	TASA DE CAMBIO
Mayo de 1929	1,0351
Enero de 1932	1,0500
Marzo de 1933	1,1600
Octubre de 1933	1,5000
Noviembre de 1934	1,5500
Mayo de 1936	1,7500

Fuente: Arango (1948); elaboración del autor.

para satisfacerlos en parte, el Gobierno y la Junta Directiva del Banco decidieron reconocer por un año, a partir de marzo de 1932, una prima del 10 % sobre el valor de los reintegros de divisas provenientes de las exportaciones de café. Suma que se pagó con cargo al presupuesto nacional, mediante un bono que reconocía el 6 % de interés anual. En este bono, se determinó, debían invertir obligatoriamente parte de sus recursos las cajas de ahorro y podría ser redescontado por el Banco de la República.

Tal esquema de manejo cambiario hizo que se abandonara

por partida triple la ortodoxia cambiaria, monetaria y crediticia ya que, de una parte, se estableció una tasa de cambio diferencial para los cafeteros; de otra, se posibilitó indirectamente una financiación adicional para el gobierno al darle liquidez a esos títulos; y, finalmente, se estableció una protoinversión forzosa porque las cajas de ahorro debieron utilizar parte de sus captaciones para comprar los bonos con lo que se financió la prima cafetera. (Hernández-Gamarra *et al.*, 2004 p. 187)

Además, al decretarse la devaluación del 10,48 % en marzo de 1933, se estableció una tasa preferencial para el Gobierno al cual el Banco de la República continuaría vendiéndole las divisas a COP 1,05 por dólar; y al elevarse nuevamente la tasa de cambio nominal a 1,49 centavos de pesos por dólar en enero de 1934 llevó a un sistema de cambio *semilibre*,

consistente en que los exportadores podían negociar en la bolsa el 85 % de sus divisas, que el Banco de la República les cambiaba por sus certificados de cambio, mientras que el 15 % restante se siguió comprando a 1,13 pesos por

dólar, de tal manera que el Banco pudiese atender la demanda de divisas del Gobierno a esa tasa preferencial sin detrimento de sus utilidades y sin producir efectos fiscales”. (Hernández-Gamarra *et al.*, 2004, p. 284)

Los rasgos fundamentales del manejo de esta política cambiaria se inscribieron dentro de las modificaciones que presenció el mundo de la época, pues en efecto en lo internacional un acontecimiento notable a este respecto fue la decisión del Gobierno inglés de abandonar la libre convertibilidad de la libra esterlina por oro, a partir de septiembre de 1931. A lo cual se sumó la decisión del Gobierno de Estados Unidos en marzo de 1933 de abandonar el patrón oro.

Al inicio de la crisis, las acciones tendientes al control sobre los medios de pago en circulación, al igual que la política cambiaria, tuvieron como fundamento los principios ortodoxos del patrón oro. Estos postulaban que, para recuperar el equilibrio cambiario, afectado adversamente por la baja en los precios del café y el estancamiento del flujo internacional de capitales, era necesario elevar la tasa de redescuento del Banco de la República. Esa medida acentuaría la caída en los medios de pago, produciría bajas en los precios internos y, por ese medio, elevaría la tasa de cambio real, con efectos favorables sobre el valor de las exportaciones y la disminución de las importaciones.

Por ello fue que, en marzo de 1929, se elevó la tasa de redescuento al 8 % anual, cuando había permanecido inmodificada en el 7 % desde 1924. Tasa que, luego de una reducción nuevamente al 7 %, entre junio y septiembre de 1929, subió al 8 % en octubre y al 9 % en noviembre.

Estos dos últimos cambios no implicaron solo una variación cuantitativa, sino que introdujeron modificaciones institucionales al quedar establecido que esos dos últimos incrementos no se aplicarían a los redescuentos garantizados con bonos de prenda agraria y tampoco a los que se le hicieran al Gobierno.

Se inició así el uso de redescuento no solo para fines de control monetario, sino que se instituyó la tasa de redescuento como mecanismo para otorgar crédito preferencial del Banco de la República a los cafeteros, que inicialmente constituían el único sector que estaba en posibilidad de acceder al redescuento ofreciendo como garantía los bonos de prenda expedidos por los almacenes generales de depósito.

Además de esos primeros cambios institucionales sobre la política de redescuento, las presiones internas para llevar a cabo una política menos restrictiva a ese respecto, junto con la política seguida por otros bancos centrales, llevaron al progresivo abandono de la tasa de redescuento como el instrumento central de

la política monetaria, ya que en mayo de 1934 ella se redujo al 4 % anual, y en ese nivel permaneció en los siguientes años con independencia de las circunstancias monetarias o cambiarias que se presentaron en el país.

El segundo cambio institucional en la política monetaria estuvo referido a la política crediticia del Banco de la República para con el Gobierno nacional y para con los particulares. Sobre lo primero, en 1931 por mandato de la ley se autorizó al Banco de la República para hacer, hasta por el 15 % de su capital y reserva legal, préstamos a los bancos accionistas que estuvieran garantizados con pagarés o bonos del Gobierno. Disposición mediante la cual, implícitamente, se amplió el cupo de crédito del Gobierno en el Banco del 30 % al 45 % de su capital y reserva.

Además de ello, en diciembre de 1931 se firmó un contrato mediante el cual se estipuló que el Banco le daría al Gobierno un avance de COP 15,5 millones, a cambio de lo cual el Banco se haría cargo y obtendría las rentas provenientes de la explotación monopólica de las salinas de Zipaquirá, Nemocón, Sesquilé y Tausa. El monto de este avance estaría destinado a cancelar el déficit de tesorería; a pagar obligaciones del Ejecutivo con departamentos y municipios; a completar parte del capital del Gobierno en la Caja de Crédito Agrario de reciente creación; y, al desarrollo de un plan de obras públicas.

Como la explotación de las salinas por parte del Banco se estipuló inicialmente en trece años, ese contrato llevó a reconocer que su existencia legal tendría que ir más allá de lo estipulado en la Ley 25 de 1923, que fijó su término legal en veinte años. Por eso, al firmarse el contrato de explotación de las salinas, se prorrogó por diez años más, hasta 1953, la existencia del Banco.

El crédito respaldado por las rentas que producían las salinas constituyó un profundo cambio institucional porque, de una parte, hizo explícita la financiación monetaria del déficit fiscal por parte del Banco de la República y, de otra, acabó con la idea que las operaciones crediticias del Emisor tenían que ser a corto plazo para que fueran líquidas. La ampliación del crédito del Banco de la República al Gobierno se expandió aún más con ocasión del esfuerzo que tuvo que hacerse para financiar el aumento de gasto que supuso la guerra con el Perú.

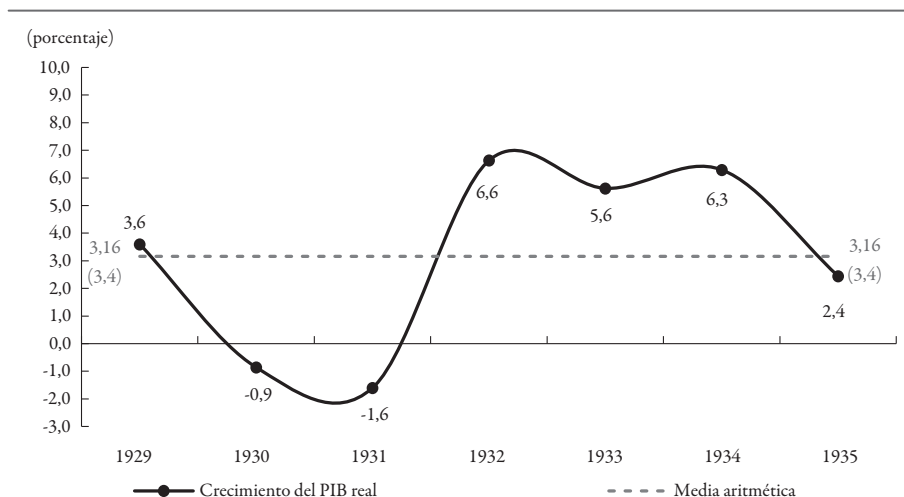
En cuanto al crédito a particulares, este se amplió desde el 1 de octubre de 1931, como antes se anotó, cuando se autorizó el otorgamiento de créditos mediante el redescuento de bonos de prenda expedido por los almacenes generales de depósito. Inicialmente, este crédito no fue muy dinámico, porque existían pocos de esos almacenes, pero a medida que se fueron creando más de ese tipo de entidades, se amplió esta modalidad de préstamos por parte del Emisor.

En relación con la política fiscal, al inicio de la crisis, la baja en el endeudamiento externo repercutió negativa y directamente sobre el gasto gubernamental, pero también lo hizo indirectamente, puesto que al disminuir la capacidad para importar también cayó el recaudo del impuesto de aduanas, que para entonces era la principal modalidad impositiva con que contaba el Gobierno. Por esas dos razones se presentó una disminución en el gasto gubernamental, en especial el que estaba destinado a las obras públicas y con ello se contrajo la demanda agregada, el nivel de la actividad económica y el empleo.

4.4.3 EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Pese a la reducción en los medios de pago en los tres primeros años del periodo en estudio, y a la sistemática caída en el nivel general de precios durante prácticamente todo el primer quinquenio de los años 1930, los efectos sobre el crecimiento económico no fueron especialmente severos pues, como se observa en el Gráfico 4.6, solo en 1930 y 1931 se produjo una caída en el valor del PIB real, mientras que en los demás años su crecimiento fue positivo.

GRÁFICO 4.6
CRECIMIENTO DEL PIB
1929-1935



Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

Dignos de mención son los casos de 1935, cuando el PIB solamente avanzó 2,4% y 1932 cuando se produjo el más alto crecimiento de este periodo (6,6%). Desde luego, en medio de esos vaivenes el crecimiento promedio del periodo 1929-1935 (3,2%) fue significativamente menor que el del periodo 1923-1928 (8,06%).

De todas maneras, el retroceso en el crecimiento económico promedio repercutió con fuerza en el desempleo al inicio de la crisis, por la disminución del gasto destinado a las obras públicas, y la caída de la construcción, el transporte interno y la parálisis del crédito bancario. Sin embargo, a medida que la política contracíclica empezó a ejecutarse, el efecto sobre el crecimiento económico se revirtió por cuanto:

- El proceso de sustitución de importaciones agropecuarias tuvo especial impacto, dada la magnitud que ellas alcanzaron luego de ser autorizadas a partir de 1929 con miras a reducir la inflación.
- Hubo un rápido crecimiento industrial y en medio de la crisis no se deterioró la capacidad de compra de los asalariados por la relativa menor caída de los salarios, comparada con la de los precios.
- La política proteccionista le amplió el mercado a la producción nacional, no solo a través de las tarifas aduaneras, sino a partir de regulaciones paraarancelarias propias del control de cambios.

Esas causas de la recuperación, con matices, son acogidas por los tratadistas y explicadas con especial detalle en Ocampo y Montenegro (1982).

4.4.4 ORIGEN DE LA BASE MONETARIA Y LOS MEDIOS DE PAGO

Una vez que se abandonó la ortodoxia, y se expandió el crédito del Banco de la República al Gobierno, la política fiscal no solo aumentó directamente la demanda agregada, sino que contribuyó al aumento de la base monetaria, como muestra el Cuadro 4.11, que también da cuenta de los efectos cuantitativos de la política monetaria reseñada en los anteriores párrafos.

El origen del crecimiento de la base monetaria fue totalmente distinto al de los primeros años de la existencia del Banco, porque ella dejó de depender de las variaciones de las reservas internacionales, por la vía de la balanza de pagos ajustada, para empezar a depender más de la financiación monetaria del déficit fiscal o del crédito interno del Banco de la República.

CUADRO 4.11
ORIGEN DE LA BASE MONETARIA
(MILLONES DE PESOS)

AÑO	ΔB	$BC + \Delta EEP_R$	$\Delta EEP_U + \Delta CIBP_U$	$\Delta CISP_R$
	VARIACIÓN EN LA BASE MONETARIA	BALANZA DE PAGOS AJUSTADA	FINANCIACIÓN MONETARIA DEL DÉFICIT FISCAL	CRÉDITO INTERNO NETO DEL BANCO DE LA REPÚBLICA AL SECTOR NO GUBERNAMENTAL
1929	-20,1	-28,2	0,1	7,9
1930	-13,7	-15,9	7	-4,8
1931	-3,2	-16,8	9,8	3,8
1932	7,7	6,3	10,6	-9,1
1933	12,5	-1,9	13,9	0,5
1934	11,8	-3,5	8,5	6,7
1935	-2,5	16,1	-0,1	-18,5

Fuente: véase el Anexo 4.2.

De esta información se deduce también que, en la medida en que se amplió la financiación monetaria del déficit fiscal, el crédito interno neto del Banco de la República para con otros sectores por lo general mostró signo contrario al de la balanza de pagos ajustada, y de esa manera se presentaron variaciones menos pronunciadas de la base monetaria.

Esto último, más que resultado directo de la política seguida por las autoridades, fue producto del comportamiento de los bancos comerciales que prefirieron disminuir sus excesos de reservas, al reducir sus deudas con el Emisor, antes que aumentar el valor de su cartera. La razón de ello fue la escasa demanda que existía por crédito bancario, dada la crítica situación que atravesaban los deudores por la baja en sus ventas y por el alza en la tasa de interés real. Disminución de la demanda por crédito bancario a la cual se unió la falta de incentivos de los bancos para promover su oferta, dado el aumento del riesgo en vista de la desvalorización generalizada que sufrieron las garantías en su poder. Tales hechos condujeron a la marcada caída en la cartera bancaria que muestra el Cuadro 4.12.

CUADRO 4.12
CARTERA DEL SISTEMA BANCARIO
(MILLONES DE PESOS CORRIENTES)
1928-1935

ETIQUETAS DE FILA	SISTEMA BANCARIO TOTAL
1928	95,43
1929	83,5
1930	74,62
1931	55,35
1932	48,13
1933	44,14
1934	44,45
1935	52,17

Fuente: Principales Indicadores Económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999), saldo a diciembre de cada año.

4.4.5 EVOLUCIÓN DE LOS MEDIOS DE PAGO

Para sintetizar el resultado cuantitativo de la política monetaria, el Cuadro 4.13 muestra el crecimiento de los medios de pago y sus determinantes entre 1929 y 1935.

CUADRO 4.13
DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO ANUAL DE LOS MEDIOS DE PAGO
1929-1935

AÑO	CRECIMIENTO DE M1 (PORCENTAJE)	CRECIMIENTO DE LA BASE MONETARIA (PORCENTAJE)	CRECIMIENTO DEL MULTIPLICADOR (PORCENTAJE)	PREFERENCIA POR EFECTIVO (e = E/D)	COEFICIENTE DE RESERVAS BANCARIAS (r = R/D)
1929	-26,79	-23,4	-4,43	2,04	0,43
1930	-20,66	-20,82	0,2	1,89	0,45
1931	-11,45	-6,14	-5,66	2,07	0,57
1932	10,07	15,75	-4,9	1,48	0,63
1933	22,04	22,08	-0,03	1,47	0,54
1934	28,55	17,08	9,8	1,46	0,48
1935	1,68	-3,09	4,92	1,47	0,47

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

Bajo el manejo ortodoxo aconsejado por el patrón oro durante los tres primeros años de ese periodo, se produjo una fuerte disminución de los medios de pago, determinada por la antes explicada caída en la base monetaria y también por su multiplicador en 1929 y 1931.

A partir de 1932 el cambio en la política monetaria hizo que la base creciera, excepto en 1935 año en el cual los medios de pago solo crecieron en 1,7% debido al aumento del multiplicador vía el descenso en el coeficiente de reservas bancarias.

A este respecto debe notarse que, si bien dicho coeficiente disminuyó frente al pico que alcanzó en 1932, durante todo el periodo se mantuvo por encima del encaje requerido, porque durante esos años no fue usual considerar modificaciones de esta variable como instrumento de la política monetaria; por tanto, el coeficiente de encaje requerido permaneció en los mismos niveles anteriores a 1928.

4.4.6 COMPORTAMIENTO DEL NIVEL GENERAL DE PRECIOS

El fuerte retroceso que el decrecimiento en los medios de pago produjo en el valor monetario de la demanda, durante los tres primeros años del periodo que ahora nos ocupa, condujo a una permanente caída en el nivel general de precios como muestra el Gráfico 4.7, que también contiene el exceso de crecimiento de los medios de pago retrasado un periodo.

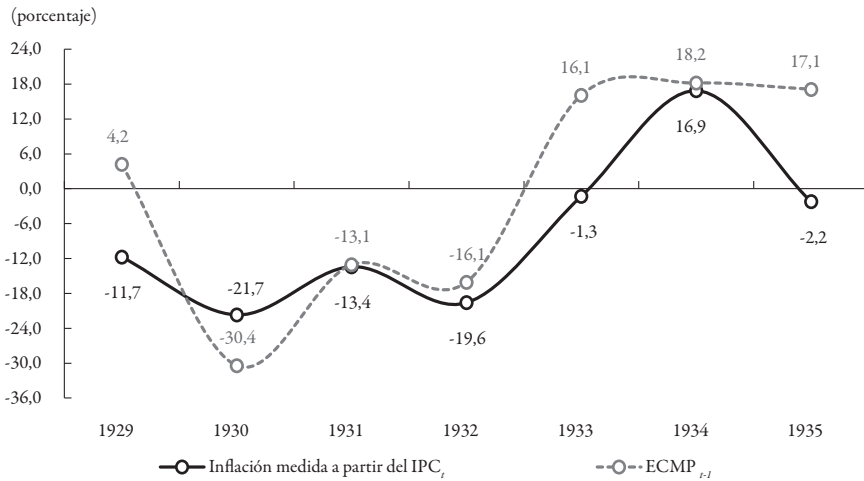
De esta evolución se puede deducir que el índice del nivel general de precios retrocedió hasta 54 en 1935, desde el nivel de 100 en 1928, como se muestra en el Cuadro 4.14.

Por lo que respecta a la correlación contemporánea entre el índice de exceso en los medios de pago y el índice de precios al consumidor, esta fue de $-0,02$; cifra que indica que en dicho periodo la relación solamente se evidenció de manera rezagada y no contemporánea a la evolución de los medios de pago.

4.4.7 EL DEBATE SOBRE LA POLÍTICA ECONÓMICA DURANTE LA DEPRESIÓN

Aun cuando fueron pocas las controversias doctrinarias sobre la teoría económica que sustentaba el patrón oro, es claro que la política económica que se derivó de esa teoría fue objeto de diversas objeciones. Entre ellas destaca, con especial relieve, el papel que, se pretendió, tuviera el manejo de la tasa de interés y la emisión monetaria para conjurar la crisis.

GRÁFICO 4.7
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DEL ECMP REZAGADO
1929-1935



Nota: el exceso en el crecimiento de los medios de pago se calcula restandole al crecimiento de M1 el crecimiento del PIB real.

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

CUADRO 4.14
ÍNDICE DEL NIVEL GENERAL DE PRECIOS
1928-1935

AÑO	ÍNDICE	INFLACIÓN
1928	100	
1929	88,3	-11,7
1930	69,14	-21,7
1931	59,87	-13,4
1932	48,14	-19,6
1933	47,51	-1,3
1934	55,54	16,9
1935	54,32	-2,2

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

Sobre lo primero, a raíz de la baja en la tasa de redescuento del Banco de la República que tuvo lugar en marzo de 1929, la Ley 82 de 1931 ordenó procurar rebajas adicionales en ella. Disposición que provocó el rechazo del gerente del Banco en los siguientes términos:

No es posible por disposiciones legislativas fijar las tasas de descuento de un banco central de emisión. Dependen ellas de múltiples y variables factores y consideraciones que los directores del establecimiento han de estudiar constantemente, para guiarse en la materia, sin dejarse perturbar por motivos personales o políticos. Es que instituciones de esa clase no pueden ser manejadas por las opiniones del público, que generalmente tiene un concepto muy imperfecto de los verdaderos fines y funciones de ellas; y [...] estas tienen que ir con frecuencia absolutamente en contra de lo que la opinión pida, si quiere seguir una acertada política en materia de crédito. (Caro, 1931, p. 14)

En cuanto al empleo de la emisión monetaria como medio para conjurar la crisis, la cual a la larga fue la política que se siguió, el gerente del Banco de la República expresó:

Debe la nación seguir prestando su apoyo decidido al Gobierno para desarrollar las medidas que este considere más eficaces para hacer frente a las dificultades que nos asedian, tratando de no crearle otras con las explicables impacencias de quienes exigen inmediatos remedios para sus problemas personales, en muchos casos ya insolubles, o con planes mal meditados que frecuentemente, al discutirse en el parlamento o en la prensa, no hacen más que perturbar la opinión y agravar la desconfianza [...]. La mayor parte de tales planes tienen por base la emisión de papeles que circulen como moneda, creyendo sus autores, con criterio simplista que el hondo problema se reduce a una mera cuestión monetaria y que el aumento artificial de signos de cambio soluciona la crisis. (Caro, 1931, pp. 39-40)

En estos llamados a la ponderación y a la prudencia coincidieron el presidente Olaya Herrera; el ministro de Hacienda, Esteban Jaramillo, quien ejerció el cargo por cuarta vez entre 1931 y 1934, y diversos gremios de la producción. Todas esas fuerzas económicas y políticas inicialmente temieron que por la vía del exceso de emisión monetaria el país renunciara a la estabilidad de precios, por cuanto en la memoria colectiva permanecían claros los desatinos a que llevó la expansión excesiva del circulante en épocas del Banco Nacional, y en especial durante los inicios del siglo XX.

Además de que en el sentir de esos sectores durante los años que siguieron a las reformas propuestas y estructuradas por Kemmerer, dentro de los marcos del patrón oro, el país presenció un auge en el crecimiento económico, la estabilidad nominal de la tasa de cambios y la plena convertibilidad del billete del Banco de la República por oro, la cual persistió hasta el 24 de septiembre de 1931 cuando el billete perdió esa condición y pasó a ser la moneda nacional, con poder liberatorio ilimitado y, como tal, con la función de medio legal de pago. Esta trascendental decisión no fue impedimento para que de allí en adelante, al emitir los billetes del Banco de la República, en ellos continuara leyéndose, hasta 1993, que el Banco pagaría al portador la cantidad en oro estipulada en cada uno de ellos.

Como era esperable, quienes poco apoyaron la política fueron los cafeteros que, ante la escasez de cambio exterior, abogaron por la libertad cambiaria y debieron conformarse con el crédito preferencial que desde entonces les concedió el Banco de la República, mediante el redescuento de los bonos de prenda emitidos por los almacenes generales de depósito, y su presencia como partícipes a plenitud en la Junta Directiva del Banco de la República a partir de la expedición de la Ley 82 de 1931.

La reforma se adoptó con posterioridad a la segunda visita de Kemmerer al país, la cual ocurrió en el segundo semestre de 1930 luego de la reiterada invitación del presidente Olaya Herrera y que derivó en recomendaciones de cambios leves respecto a la institucionalidad creada en 1923, incluida la mayor capacidad de emisión del Banco de la República.

4.5 PERIODO 1936-1972

El promedio anual de la inflación en el lapso 1936-1972 fue ligeramente inferior a la del periodo 1923-2022, ya que los respectivos valores ascendieron a 9,86 % y 11,03 %.

Esta evolución del nivel general de precios se dio al tiempo que se sucedieron importantes cambios institucionales, un manejo pragmático de la política económica, y una dirección de la política monetaria que hizo poco énfasis en el control del crecimiento de los medios de pago y enfrentó los efectos de inconsistencias entre las posturas de la política monetaria y la fiscal, que llevaron a cambios repentinos en la paridad del peso frente al dólar de Estados Unidos.

4.5.1 CAMBIOS INSTITUCIONALES Y CONCEPCIÓN SOBRE EL MANEJO DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

El primero de los cambios institucionales fue el giro que a la naturaleza de los ingresos del Estado introdujo la reforma tributaria de 1936 liderada por el gobierno de Alfonso López Pumarejo, al crear el impuesto a la renta, el patrimonio, el exceso de utilidades y la masa global hereditaria. Cambio en extremo importante, no solo por su carácter redistributivo, sino porque condujo a la reducción progresiva de la alta dependencia que de la renta de aduanas habían tenido hasta entonces los recursos fiscales y, por ende, aminoró el peso que sobre el manejo fiscal tenían las disponibilidades de cambio exterior y la consecuente capacidad para importar.

El segundo de los cambios institucionales condujo a que el Banco de la República se concibiera como una institución cuya tarea fundamental fuese la promoción del crecimiento económico y a que su dirección quedara a cargo de una Junta Directiva, mayoritariamente constituida por representantes del sector privado.

El tercer cambio institucional conservó esa concepción sobre el deber ser del Banco, pero la autoridad encargada del manejo monetario, cambiario y crediticio quedó bifurcada, puesto que se creó la Junta Monetaria como un ente enteramente gubernamental que tenía como principal responsabilidad el diseño de esas políticas, pero sería el Banco de la República el organismo ejecutor de las más sustantivas de ellas.

Por último, hacia el final del periodo ahora en estudio, se instituyó que la tasa de cambio nominal variaría diariamente en vez de permanecer fija durante periodos prolongados y se eliminó el sistema de cambio múltiple que se creó en 1940 y que, con variantes, rigió hasta 1968. Esta modificación fue de honda significación no solo porque su aplicación tuvo efectos en buena parte del periodo siguiente, puesto que se prolongó hasta cuando se expidió la Ley 9 de 1991, sino también porque repercutió en la inercia inflacionaria (Uribe, 1994).

Por su parte, el manejo pragmático de la política económica fue especialmente relevante en materia cambiaria, ya que hasta 1967 predominó el arreglo definido en el acuerdo de Bretton Woods, en el que la tasa de cambio nominal permanecía fija durante periodos prolongados, y esporádicamente se ajustaba al alza. En este arreglo, la demanda por divisas se intentaba manejar con el expediente de las licencias de cambio, que gobernaban la libertad para importar. Cuando

había abundante afluencia del cambio exterior, esos controles se flexibilizaban y, por el contrario, cuando escaseaba se volvían más rígidos. Este pragmatismo empírico se complementó con el uso de otras medidas *ad hoc*, como los depósitos de importación para encarecer las importaciones en épocas de escasez o para rebajar su costo mediante la reducción de tales depósitos en épocas de abundancia de divisas.

De similar carácter pragmático fue el manejo de la política monetaria, ya que para controlar el crecimiento de los medios de pago se apeló, según las circunstancias, a imponer topes al crecimiento de la cartera bancaria, a obligar a los importadores a constituir depósitos en el Banco de la República o a modificar el encaje bancario.

4.5.1.1 EL BANCO DE LA REPÚBLICA: ENTE PROMOTOR DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO

A finales de los años cuarenta y principio de los cincuenta, en nuestro país empezaron a ganar aceptación las ideas que, en general, propugnaban por una mayor intervención del Estado en la economía y, en particular, buscaban que las políticas monetarias y crediticias contribuyeran a elevar el crecimiento económico.

El más destacado abanderado de esas ideas fue Carlos Villaveces quien, durante la Segunda Reunión de Técnicos de los Bancos Centrales del Continente Americano, que se celebró en Santiago de Chile en 1949, propuso que los Bancos Centrales siguieran políticas anticíclicas mediante el control de la emisión, la orientación del crédito y la regulación de las operaciones de comercio exterior.

Ideas que Villaveces reiteró en el seno de la Comisión de Reformas Bancarias que constituyó el Banco de la República al inicio de 1951, a fin de que, próximo el vencimiento de su término legal, se estudiaran sus futuras orientaciones y políticas. Comisión que estuvo integrada por los funcionarios Luis Ángel Arango, quien había sido designado gerente del Banco en 1948 en reemplazo de Julio Caro, Roberto García Paredes y Manuel Casabianca, y de la cual hicieron parte también Manuel Mejía, Bernardo Restrepo y Carlos Villaveces, quienes entonces ejercían como miembros de la Junta Directiva del Banco.

En la segunda sesión de las reuniones de dicha Comisión, según el acta núm. 2, Villaveces propuso, como guía de las reformas en estudio, el principio según el cual

un banco central moderno ha de ser una entidad autónoma, de derecho privado y debe tener como objeto promover, orientar y realizar una política económica tendiente a garantizar el pleno empleo, la expansión ordenada de la economía y el crecimiento de la riqueza nacional, creando y manteniendo las condiciones monetarias, crediticias y bancarias más favorables a la economía del país. (Villaveces, 1951, citado por Martínez-Recamán, 1980, p. 37)

Similares principios y aspiraciones había expuesto, en su condición de ministro de Hacienda, Hernán Jaramillo Ocampo a través de un proyecto de ley sobre la orientación del crédito bancario, en cuya exposición de motivos expresó que los lineamientos de la disposición que se sometía a la consideración del Congreso de la República se encaminaban a proponer “un sistema de intervención a través de los redescuentos y mediante el señalamiento de tasas diferenciales de interés para dirigirlo de conformidad con la política de fomento que en cada momento sea más aconsejable seguir” (Jaramillo-Ocampo, 1949, p. 1270).

Esas ideas, acogidas en lo sustantivo por la Comisión de Reformas Bancarias, le dieron soporte a la expedición del Decreto 756 de 1951, mediante el cual el Banco de la República quedó facultado para realizar una política monetaria, de crédito y de cambios encaminada a estimular condiciones al desarrollo ordenado de la economía colombiana.

Para lo cual, con el voto favorable del ministro de Hacienda, su Junta Directiva podría: a) fijar cupos a los bancos afiliados para sus operaciones ordinarias de préstamos y descuentos; b) señalar un cupo especial de crédito para el descuento de operaciones destinadas a actividades agrícolas, y comerciales, pudiendo establecer dentro de dicho cupo porcentajes para cada uno de ellos; c) fijar cupos de emergencia y con carácter temporal; d) fijar y variar las tasas de interés que cobraría el Banco de la República en sus operaciones de préstamos, descuentos y redescuentos; e) fijar y variar el encaje legal de los bancos y cajas de ahorro, dentro de un límite del 10 % al 30 %, en el caso de las exigibilidades a la vista, y del 5 % al 20 % para las demás; f) señalar encajes marginales del 100 % y establecer su utilización para financiar el endeudamiento público o para efectuar préstamos u operaciones favorables al desarrollo de la economía nacional. (Hernández-Gamarra *et al.*, 2004)

Estas tres últimas disposiciones, es necesario subrayarlo, clarificaron y fortalecieron las capacidades del Banco para dirigir la política monetaria, al tiempo que la fijación del coeficiente de encaje también se concibió como instrumento para dirigir el crédito.

Además, con el fin de extender el término de la duración del Banco de la República, el Decreto 756 de 1951 autorizó que entre el Gobierno y el Banco acordaran una reforma de los estatutos. En desarrollo de ese acuerdo, el Decreto 2057 de octubre de ese mismo año prolongó por veinte años el término de la duración del Banco que expiraba en 1953; ratificó su derecho exclusivo de emitir los billetes, y determinó la composición y funciones de su Junta Directiva.

Fue bajo el marco institucional y administrativo del Decreto 756 de 1951 que se manejó la política monetaria y crediticia entre 1951 y 1962. Durante ese lapso, el ejercicio de la soberanía monetaria del Estado quedó en buena parte en manos privadas, al tiempo que se reconfiguraron los lineamientos de la política de redescuento, de tal manera que se consagró el derecho de los bancos al crédito del Emisor, a condición de que su crédito se destinara a determinadas actividades económicas.

Como resultado de este último paradigma:

- Se abandonó del todo la teoría de que solo el crédito al comercio debía servir como base de los redescuentos.
- Se puso en marcha, por el contrario, el control selectivo del crédito como función esencial de la política de redescuento y se buscó que el mismo se otorgara “con fines productivos”.
- Se estableció que el racionamiento del crédito del Banco de la República a los bancos comerciales no tendría como su principal guía la tasa de redescuento.
- Se le dio al sistema bancario la posibilidad de usar el redescuento no como una fuente ocasional de fondos, para cubrir bajas temporales en los depósitos, sino como una fuente de recursos permanente para ampliar la ganancia sobre el capital propio invertido en la actividad bancaria.
- Se produjo, en parte como consecuencia de los dos primeros puntos aquí anotados, una verdadera lucha de diversos sectores económicos para acceder al crédito en los términos preferenciales consagrados en la nueva legislación. (Hernández-Gamarra, 1973, p. 59)

Todo esto llevó a que la política monetaria, entendida como el control de la liquidez en la economía en general, y de los medios de pago en particular, dejara de ser objeto principal de la preocupación de las autoridades, para que se focalizará en

el control de la composición del activo de los balances bancarios y de los usos a que estos se destinaran.

La política encaminada a aumentar los plazos del crédito bancario y a financiar la formación de capital hacia ciertas actividades económicas se fortaleció durante toda la década del cincuenta, ya que durante ella se crearon el Banco Popular, el Banco Cafetero y el Banco Ganadero, cada uno dedicado a atender la demanda de sectores específicos de la economía.

Según Hernández Gamarra *et al.*, (2004) “... Estas entidades, con amplia participación estatal en su capital, se sumaron a las instituciones crediticias de carácter oficial establecidas con anterioridad, como el Banco Central Hipotecario, la Caja de Crédito Agrario, el Instituto de Crédito Territorial y el Instituto de Fomento Industrial”.

El proceso de orientación sectorial del crédito se consolidó aún más cuando, a partir de la década de 1960, se empezaron a crear los Fondos de Fomento que incluyeron el Fondo de Inversiones Privadas (1963), el Fondo Financiero Agrario (1966), que en virtud de una ley se convirtió en el Fondo Financiero Agropecuario en 1973, el Fondo de Promoción de Exportaciones (1967) y el Fondo Financiero Industrial (1968).

A dichas entidades habría que agregar el Fondo Financiero de Desarrollo Urbano (1968), el Fondo de Desarrollo Eléctrico (1979) y el Fondo de Moneda Extranjera (1986). Estos tres últimos eran de naturaleza cuasifiscal, pues su finalidad fue canalizar recursos hacia áreas que en principio debía cubrir el gasto general de la nación, y para ese fin solamente al Fondo de Promoción de Exportaciones se le asignaron recursos fiscales, al destinar para su operación un impuesto equivalente al 1,5 % del valor de las importaciones. Por ello, casi todos estos Fondos se nutrieron, en principio, de la emisión primaria del Banco de la República o del uso de parte del encaje requerido para financiar sus operaciones.

Mediante esa dirección del crédito por parte de los Fondos de Fomento, se buscó canalizar recursos financieros hacia determinadas finalidades, lo cual se justificó argumentando que los recursos crediticios así orientados incrementarían la oferta de bienes y repercutirían de manera favorable sobre el empleo y la balanza de pagos, si con esas operaciones se promovía la sustitución de importaciones o la promoción de las exportaciones.

A tales argumentos se agregó, al inicio de la creación de esta institucionalidad, que, si el crédito así direccionado se hacía a corto plazo con destino a la producción de alimentos, tendría menores efectos inflacionarios. También se sumó,

con el paso de los años, el raciocinio que hacía énfasis en que el crédito dirigido debía tener como una de sus finalidades superar la poca disposición de los bancos comerciales a prestar a largo plazo, por el temor al descalce que podría presentarse entre ese plazo y las captaciones de sus recursos que eran en su mayoría a la vista.

4.5.1.2 LA CREACIÓN DE LA JUNTA MONETARIA Y LA BIFURCACIÓN DE LA AUTORIDAD MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

La soberanía monetaria del Estado, es decir el poder de determinar y regular la moneda, fue un principio que se consagró en la Constitución de 1886, y persistió a lo largo del siglo XX, pese a las diversas reformas que ella tuvo.

En desarrollo de ese principio, la Constitución le asignó al Congreso de la República la función de dictar las normas en el campo de lo monetario, a pesar de lo cual el órgano legislativo cedió transitoriamente ese poder para que fuera ejercido por el Poder Ejecutivo. Así se procedió cuando se dictó el Decreto 756 en 1951.

Ahora bien, en virtud de esa última norma, parte importante de la soberanía monetaria quedó en manos privadas, lo cual empezó a ser objeto de debate a principios de los años 1960, y en especial en 1963, cuando las autoridades concluyeron que ese arreglo institucional era atípico e inconveniente, por cuanto se arguyó que la moneda debía ser manejada por el Estado y no por los particulares, que fácilmente podían tener conflictos de interés a la hora de tomar decisiones sobre la política monetaria, cambiaria y crediticia.

La idea, luego de amplio debate en el Congreso y entre la opinión ilustrada, terminó siendo aceptada cuando se creó la Junta Monetaria en virtud del artículo 5 de la Ley 21 de 1963.

Concebida como la entidad encargada de estudiar y adoptar las medidas monetarias, cambiarias y de crédito, la Junta Monetaria quedó integrada por:

- El ministro de Hacienda, quien la presidiría.
- El ministro de Agricultura.
- El ministro de Fomento.
- El gerente del Banco de la República.

- El jefe del Departamento Administrativo de Planeación y Servicios Técnicos.

Cuerpo que fue ampliado cuando se determinó que a dicha Junta también asistirían el superintendente bancario, el director del Instituto Colombiano de Comercio Exterior y el consejero económico de la Presidencia de la República, funcionarios que intervendrían en las sesiones de la corporación con voz, pero sin derecho a voto.

En cuanto a sus funciones, correspondería a la Junta Monetaria estudiar y adoptar, mediante normas de carácter general, las medidas monetarias y de crédito que hasta entonces correspondía ejercer a la Junta Directiva del Banco. A estas funciones se agregaron otras como:

- a) fijar límites al volumen de los préstamos e inversiones de las instituciones de crédito; b) señalar la tasa de crecimiento del total de activos de esas instituciones, con la posibilidad de establecer tasas diferentes por entidades; c) señalar las tasas de interés o descuento que los establecimientos de crédito podrían cobrar a su clientela; d) fijar los plazos de los préstamos y descuentos que efectúen esos establecimientos; e) prohibir a los establecimientos de crédito operaciones que conllevaran graves riesgos; f) facultar al Banco para, con miras a regular el mercado monetario, comprar, amortizar o vender sus propios títulos, u obligaciones emitidas o garantizadas por el Gobierno nacional; y, g) organizar la acuñación de monedas fraccionarias, cuya emisión siguió en manos de la Tesorería General de la República. (Hernández-Gamarra *et al.*, 2004)

Además, la Junta Monetaria quedó facultada para ejercer las funciones sobre cambio y comercio exterior otorgadas a la Junta Directiva del Banco por las leyes 1 de 1959 y 83 de 1962. Facultades todas que le dieron a la Junta poderes plenos para llevar a cabo la política monetaria, cambiaria y crediticia.

Ahora bien, el hecho de que a la Junta Directiva se le eliminaran las funciones para dirigir la política monetaria, cambiaria y crediticia, no significó que el Banco perdiera su naturaleza ni dejara de ejercer algunas de sus funciones esenciales, pues ese cambio no modificó la estructura de su capital ni limitó sus poderes como banco de emisión. A lo cual se debe añadir que, según la nueva normatividad, quedó establecido que el Banco sería el ejecutor de las decisiones de la Junta Monetaria y continuaría siendo:

- El guardián y administrador de las reservas internacionales.
- El banquero del Gobierno.

- El guardián de las reservas de los bancos comerciales y demás intermedios financieros.
- El banquero de las instituciones financieras, mediante operaciones de préstamo y descuento.
- El banquero del Fondo Nacional del Café, de los Fondos Ganaderos y del Instituto de Desarrollo Cooperativo.
- El administrador de los Fondos de Fomento que se fueron creando.
- El administrador de los convenios de pagos suscritos entre Colombia y otros países.
- El depositario en Colombia de las disponibilidades del Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Fue por ello que, Rafael Gama, gerente del Banco pudo afirmar:

La creación de la Junta Monetaria [...] desdobló el ejercicio de la potestad monetaria en dos instituciones igualmente importantes, que armónicamente trabajan, la una programando el manejo de la moneda y del crédito como la hace la Junta Monetaria y, la otra, ejecutando las medidas y políticas diseñadas por dicha entidad, como lo efectúa el Banco de la República. (Gama, 1983, p.33)

4.5.1.3 LA EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO NOMINAL

Entre 1935 y 1951, la tasa de cambio nominal varió según se detalla en el Cuadro 4.15.

Además, el Decreto Extraordinario 831 de 1940 otorgó a los productores cafeteros, por el término de ocho meses, una prima de COP 2 por saco de café pilado de 70 kilos y de COP 1,5 por cada saco de café en pergamino.

En medio de la elevación de los precios del café durante el primer quinquenio de los años 1950, y el consecuente aumento de la oferta de divisas, el manejo cambiario no presentó especiales dificultades. No obstante, cuando en 1955 se evidenció una sobreproducción de café en el mercado mundial, el precio del grano empezó a descender y se presentó una escasez en la oferta de divisas

CUADRO 4.15
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL (PESOS POR DÓLAR)
1935-1951

FECHA DE MODIFICACIÓN	TASA DE CAMBIO
15 de mayo de 1936	1,757
29 de octubre de 1936	1,755
Abril – junio de 1940	4 tipos de cambio diferenciales ^{a/}
Abril 19 de 1944	1,755
Mayo 23 de 1945	1,755 ^{b/}
Diciembre de 1948	1,95
Abril de 1951	2,51

^{a/} Se establecieron cinco grupos de precedencia a la hora de autorizar las importaciones las cuales pagaban los siguientes tipos de cambio: primer turno 1.755; segundo turno 1.795; tercer turno 1.870; y, cuarto turno 1.950.

^{b/} Desde abril de 1944 se eliminó el sistema de tipos de cambio diferenciales, pero a partir del 23 de mayo de 1945 la Oficina de Control de Cambios determinó que habría cinco grupos de importaciones y para cada uno de ellos “se estableció un depósito de garantía de diferente cuantía sobre el valor de la respectiva licencia, modificando así el depósito uniforme de 10% que regía para todos los turnos, según la Resolución 92 del 25 de abril de 1940” (Arango 1948, 210).

Fuente: Arango (1498); elaboración del autor.

que puso de manifiesto que la tasa de cambio estaba sobrevaluada. En busca de mantener ese precio, se establecieron medidas restrictivas a las importaciones y a los giros sobre el exterior. Cuando se estimó que ello no sería suficiente para mantener el equilibrio en las cuentas externas, en mayo de 1955 se determinó que la tasa de cambio para las importaciones no esenciales sería libre, lo cual hizo que ella se elevara de COP 3,93 por dólar a COP 7,00 por dólar, en abril de 1957. Así se inició una variación frecuente en las tasas de cambio nominales, que se prolongó durante los siguientes doce años como se describe a continuación.

Cuando a las presiones sobre los tipos de cambio nominales se sumó el no pago oportuno de la deuda externa de corto plazo, al cual tuvo que hacerle frente el nuevo Gobierno en mayo de 1957, el Decreto 107 de ese año creó el mercado de certificados de cambio y el mercado de capitales. En el primero de esos mercados la tasa nominal se elevó de COP 2,50 por dólar a COP 4,80 por dólar, y el mercado de capitales inició con un tipo de cambio de COP 5,90 por dólar.

El mercado de certificados de cambios se nutría de las exportaciones de bienes y se utilizaba para pagar las importaciones, el servicio de la deuda externa y

los servicios oficiales. Por su parte el mercado libre se alimentaba de las demás exportaciones y cubría el pago de los demás servicios y del capital no registrado.

La tasa de cambio en el mercado de certificados se elevó de COP 6,10 por dólar en marzo de 1958 a COP 6,70 en junio de 1960; y en noviembre de 1962, en medio de una discusión abierta al público en el Congreso de la República, se devaluó a COP 9,00 por dólar para la venta, mientras que el precio de compra se elevó de COP 6,70 a COP 7,10 por dólar.

En 1964 se prohibió la negociación de divisas en el mercado libre, y en marzo y junio de 1965 una nueva devaluación del certificado para la compra de las divisas tuvo lugar. Modificaciones adicionales se establecieron también a mediados de 1965 para fijar el precio de las divisas provenientes de las exportaciones distintas al café y, mediante la Resolución 20 de 1965 de la Junta Monetaria, se fijó como precio para las divisas provenientes de esas exportaciones COP 13,50 por dólar.

Además, en 1965 se eliminó el remate de los certificados de cambio y se establecieron dos mercados de divisas. El primero era el preferencial, que se nutría de los reintegros provenientes de las exportaciones de café y de aquellas cuyo contenido de materia prima importada fuera superior al 50 %, y los destinaba al pago de las importaciones consideradas esenciales. El segundo mercado se nutría de las exportaciones distintas al café y de aquellas que agregaran mayor valor nacional al utilizar menos del 50 % de importaciones. Mercado este último en el que se pagarían las importaciones no esenciales y las demás obligaciones externas.

A finales de noviembre de 1966 se suspendió el mercado libre de oro y divisas y se dispuso que únicamente el Banco podía adquirir y vender esos valores.

Esta síntesis sobre el manejo cambiario después de 1951, a la cual escapan muchos casos particulares y disposiciones específicas¹³, describe en grandes líneas ese manejo cambiario el cual se puede caracterizar por los siguientes rasgos básicos:

- La preocupación de las autoridades por los efectos inflacionarios de la devaluación y, por ende, su decisión de establecer tipos de cambio preferenciales para las llamadas importaciones esenciales.
- La intención de controlar las importaciones, más que con la tasa de cambio, a través de controles cuantitativos.

¹³ Las cuales se detallan con toda minuciosidad en Wiesner (1978).

- La conciencia de que era inconveniente mantener un régimen de cambio múltiple, pero en la práctica la imposibilidad de unificarlo dadas las dificultades que suponía el manejo de los impactos distributivos y las presiones inflacionarias.
- La falta de un esquema integral de política económica.

Cuando a finales de 1966 las reservas internacionales netas llegaron a ser negativas, el esquema cambiario hasta entonces existente hizo crisis. En medio de esas dificultades, el Gobierno nacional se opuso abiertamente a las recomendaciones del FMI, que eran apoyadas por la Agencia Internacional de Desarrollo de los Estados Unidos (USAID, por su sigla en inglés), para que se decretara una nueva devaluación, se adoptaran medidas que garantizaran un adecuado nivel de reservas internacionales y se estableciera un compromiso para mantener la disciplina monetaria.

Para explicar su posición, el Gobierno Nacional bajo el liderazgo del presidente Carlos Lleras Restrepo adujo razones técnicas y argumentos relativos a la soberanía del Gobierno Nacional para manejar la política económica. En medio de ese debate, primero se expidió el Decreto 2867 del 28 de noviembre de 1966, que suprimió el mercado libre de divisas, y el Gobierno le solicitó al Congreso de la República facultades extraordinarias para que pudiese legislar en materia cambiaria. Concedidas esas facultades, el Gobierno Nacional expidió el Decreto 444 de 1967 que se convirtió en el pilar del régimen cambiario que rigió en el país desde entonces hasta la expedición de la Ley 9 de 1991.

El régimen cambiario establecido por el Decreto 444 llevó a radicales modificaciones de la política cambiaria del pasado reciente, por cuanto en él se instituyó:

- Establecer una tasa de cambio nominal flexible cuya variación frecuente evitara la existencia de una tasa de cambio nominal fija durante largos periodos.
- La búsqueda de la unificación del tipo de cambio, la cual se alcanzó en junio de 1968, cuando la tasa de cambio de los certificados se cotizó a COP 16,30 por dólar, que era la cotización existente en el mercado de capitales en esa fecha.
- La búsqueda expresa de diversificar las exportaciones, mediante la creación de un fondo para su promoción y estímulos cambiarios de diverso orden.

4.5.2 EL ENTORNO MACROECONÓMICO

Antes de examinar la evolución y causas de la inflación en este periodo, se revisa la marcha del crecimiento económico, la evolución de la disponibilidad de cambio exterior, y el resultado de la política fiscal, a fin de conocer el impacto que esos hechos pudieron tener en el manejo de la política monetaria y, por ende, de la inflación.

En lo que respecta al crecimiento de la economía en los 37 años transcurridos entre 1936 y 1972 su tasa promedio anual fue de 4,75 %, cifra superior al promedio de los cien años transcurridos entre 1923 y 2022, que ascendió al 4,31 %.

Ese resultado es notable no solo al comparar esas dos cifras, sino porque en cuatro de los siete quinquenios transcurridos entre 1936 y 1970, al igual que durante los años 1971 y 1972, el crecimiento anual promedio de la economía fue superior al 5 % y en un quinto de ellos alcanzó el 4,7 % anual. Todo eso al tiempo que los únicos dos quinquenios de menor crecimiento relativo durante el periodo ahora estudiado fueron los correspondientes a los años 1941-1945 y 1956-1960.

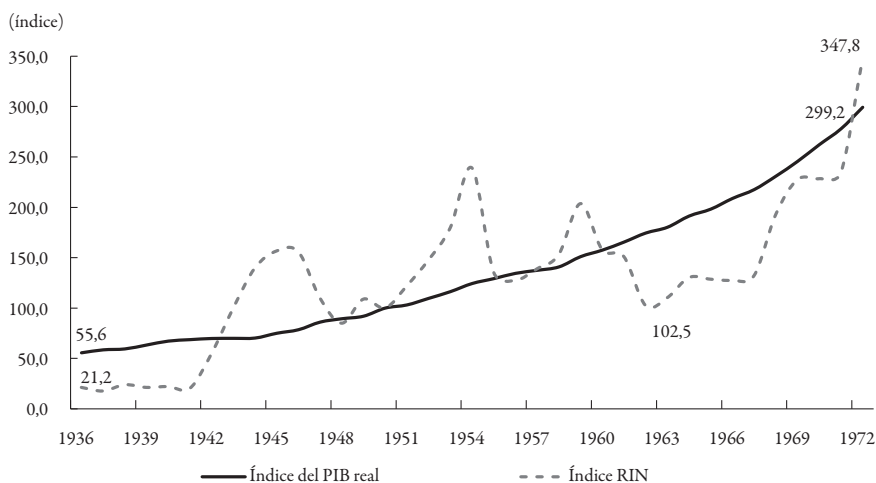
Además de elevada, la tasa de crecimiento durante 1936-1972 no fue muy variable, aun cuando solo en dos ocasiones se presentaron tres años consecutivos de crecimiento superior al 5 % anual, siendo ellos 1952-1954 y 1968-1970. Lo usual fue que, en general, a uno o dos años de crecimiento cercano o superior al 6 % siguiera una caída relativamente fuerte del mismo. Ese fue el caso en:

- 1938 y 1939, cuando a crecimientos superiores al 6 % en cada uno de ellos les siguió una caída al 2,16 % en 1940.
- 1944-1945, cuando las respectivas tasas de crecimiento fueron 6,76 % y 4,69 %.
- 1946-1947, cuando el crecimiento fue respectivamente 9,63 % y 3,86 %.
- 1952-1954, cuando a crecimientos consecutivos superiores al 6 % en cada uno de esos años le siguió una caída al 3,91 % en 1955.
- 1959-1960, cuyas respectivas cifras fueron 7,23 % y 4,27 %.
- 1964-1965, con resultados respectivos de 6,17 % y 3,6 %.

En busca del hito más relevante para explicar esa evolución de la tasa de crecimiento de la economía, se podría afirmar que durante el periodo 1936-1972 ella siguió los avatares que gobernaron la disponibilidad de cambio exterior que, en buena parte, estuvo gobernado por las fluctuaciones de los precios del café. La excepción a ese comportamiento lo constituyó el quinquenio 1941-1945, cuando a pesar del aumento en las reservas internacionales se presentó el menor crecimiento económico de todo el periodo (2,75 % promedio anual).

Esta relación entre el crecimiento económico y la disponibilidad de cambio exterior se muestra en el Gráfico 4.8, cuyo eje vertical mide un índice del PIB real y el índice de las reservas internacionales, medidas en dólares, como indicador de la disponibilidad de cambio exterior. Variables cuya tasa de correlación es de 0,748.

GRÁFICO 4.8
ÍNDICES DEL PIB Y LAS RESERVAS INTERNACIONALES
1936-1972

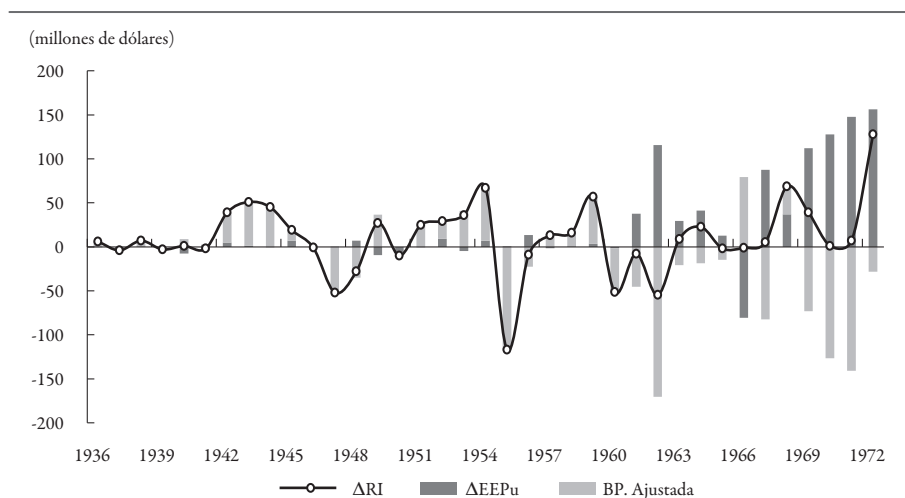


Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

También, caso especial en materia de crecimiento económico fue el quinquenio 1956-1960 con una tasa anual de 4,05 %, y en este, los años 1957 y 1958 cuando la tasa de crecimiento de la economía fue en ambos inferior a 2,5 % anual.

Las disponibilidades de cambio exterior durante el periodo ahora analizado tuvieron un comportamiento muy distinto entre 1936 y 1954, en el lapso 1955-1962, y entre 1963 y 1972, como resultado de la variación de la balanza de pagos ajustada y en el endeudamiento externo público, como se muestra en el Gráfico 4.9 y se cuantifica con toda precisión en el Anexo 4.2 al final del texto.

GRÁFICO 4.9
COMPONENTES DE LA VARIACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES
1936-1972



Fuente: véase el Anexo 4.2.

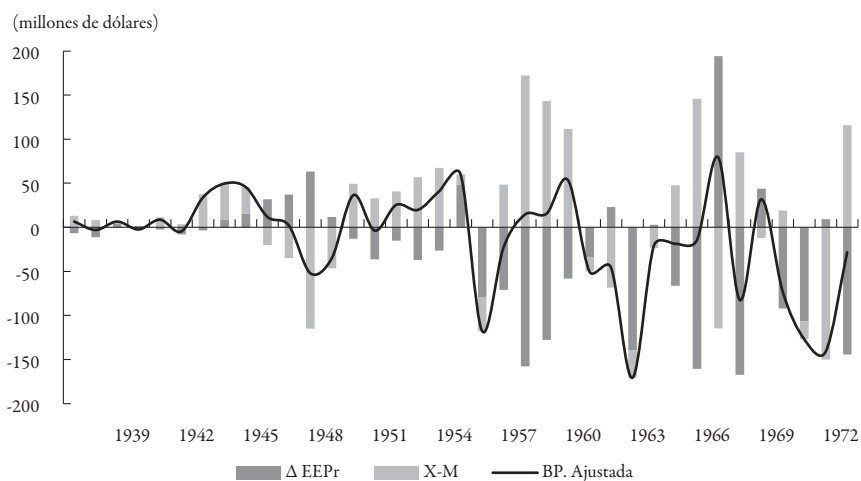
Entre 1936-1954, el elemento dominante de esa variación fue la balanza de pagos ajustada, ya que el endeudamiento externo del sector público fue de muy escasa significación, al tiempo que el resultado de dicha balanza fue positivo en quince de esos diecinueve años.

Por el contrario, durante el subperiodo 1955-1972, la balanza de pagos ajustada tuvo un comportamiento positivo en solo cinco de esos dieciocho años, lo cual hasta 1962 no fue compensado por el endeudamiento externo público; en consecuencia, se presentó una tendencia negativa en las disponibilidades de cambio exterior hasta dicho año. Ese comportamiento se revirtió a partir de 1963, cuando el endeudamiento externo del sector

público compensó el resultado negativo de la balanza de pagos ajustada y, por ende, se incrementaron esas disponibilidades.

Para complementar el análisis de los determinantes de la variación en las disponibilidades de cambio exterior, el Gráfico 4.10 muestra los determinantes de la variación en la balanza de pagos ajustada, al dividir ellos entre el resultado de la balanza de bienes y servicios más la inversión privada ($X-M$), y el endeudamiento externo privado ($EEPr$).

GRÁFICO 4.10
EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS AJUSTADA Y SUS DETERMINANTES
1936-1972



Fuente: véase el Anexo 4.2.

Como se observa, el primero de esos componentes fue el factor determinante de la balanza de pagos ajustada entre 1936-1954, ya que hasta ese último año el endeudamiento externo privado no fue significativo, salvo en dos o tres años, en tanto que este último componente presentó un resultado negativo en trece de los dieciocho años del subperiodo 1955-1972.

Para finalizar la visión panorámica del entorno macroeconómico entre 1936 y 1972, es preciso señalar que, en lo que respecta a la política fiscal, esta repercutió relativamente poco en la conducción de la política monetaria entre 1936 y 1945,

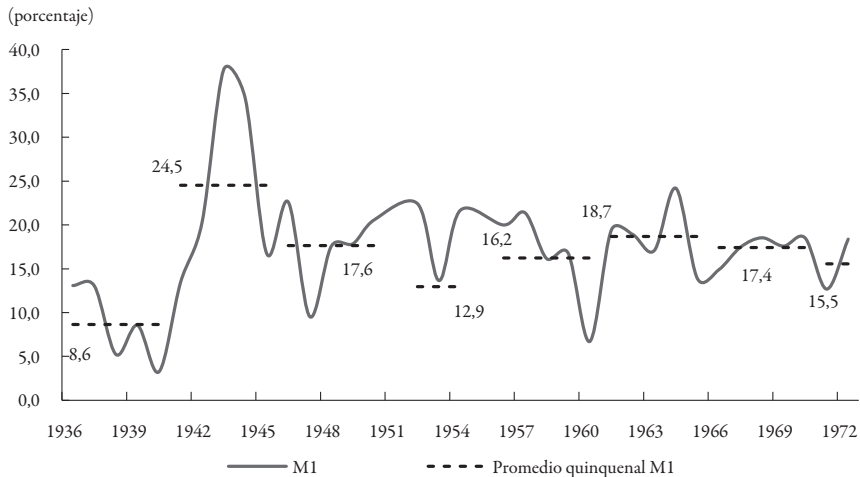
por cuanto en seis de esos diez años fue contraccionista de la base monetaria. Por el contrario, a partir de 1945 y hasta 1972 la financiación monetaria del déficit fiscal ayudó a expandir la base monetaria en 24 de esos 27 años.

Como puede observarse en las cifras del Anexo 2, entre 1936-1945 lo usual fue que la financiación del déficit fiscal por parte del Banco de la República fuera contrarrestada por el endeudamiento externo público; mientras que, desde 1946 hasta 1972, esos dos factores en la mayoría de los años tuvieron ambos un carácter expansivo.

4.5.3 CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO

En el periodo 1936-1972, los medios de pago crecieron a un promedio anual del 16,5 %, cuando los determinantes anuales de dicha cifra fueron en extremo variables tanto para los resultados anuales, como para los promedios quinquenales, como muestra en el Gráfico 4.11.

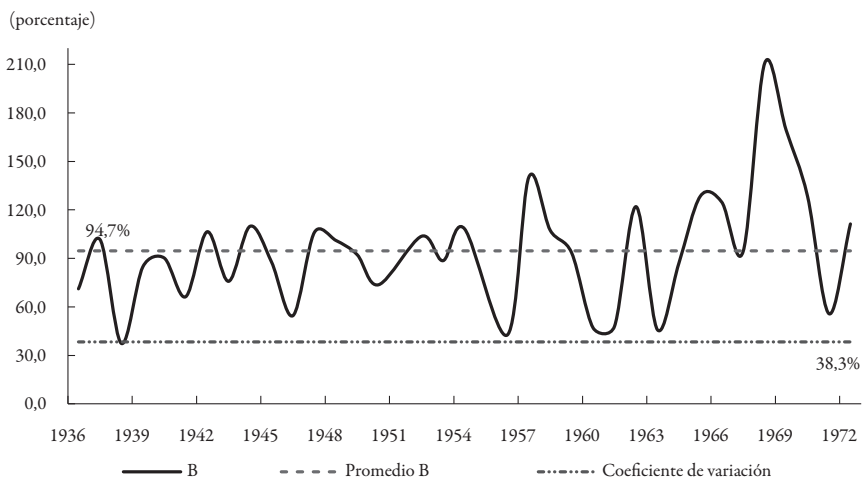
GRÁFICO 4.11
CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO
1936-1972



Nota: el dato para 2022 corresponde al reportado a septiembre de dicho año.
Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

Este crecimiento variable de los medios de pago fue fruto de la escasa preocupación de las autoridades por ejercer control sobre el mismo, ya que, al estar determinado en casi todos los años por la expansión de la base monetaria, como muestra el Gráfico 4.12, poco control se ejerció sobre dicha variable, por no decir ninguno. Sin embargo, este juicio debe tomar en cuenta que la institucionalidad monetaria en ese periodo estuvo muchas veces condicionada por la obligación de financiar a la autoridad fiscal y por el régimen de tasas de cambio fija o semifija.

GRÁFICO 4.12
CONTRIBUCIÓN DEL CRECIMIENTO DE LA BASE AL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO
1936-1972



Nota: se excluyen de los cálculos y del gráfico los datos para 1951 y 1955.

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

Las limitaciones de la política monetaria para controlar el crecimiento de la Base se hacen patentes cuando se conoce que el crédito interno neto del Banco de la República era difícilmente controlable, ya que estaba supeditado a medidas de financiamiento del déficit fiscal y, por consiguiente, no podía contrarrestar plenamente las variaciones que produjeran las reservas internacionales en esa variable. Este hecho se evidencia, con total precisión, al calcular el coeficiente de correlación entre esas dos últimas variables, el cual fue de $-0,018$. Ello, al tiempo

que el coeficiente de correlación entre el incremento en las reservas internacionales y crédito del Banco de la República al sistema bancario fue marcadamente procíclico, dado que ascendió a 0,605.

Complemento para explicar la limitación de las autoridades sobre el control monetario es el hecho de que la variación del crédito interno del Banco de la República al sector bancario fue también marcadamente procíclica, al comparar esa variación con la que tuvo el resto del crédito interno otorgado por el Banco. En ese caso, el respectivo coeficiente de correlación de las dos variables fue de 0,644.

Por lo que respecta al papel del multiplicador en la variación de los medios de pago, su contribución cuantitativa fue menor, como se deduce del Gráfico 4.12. Aun cuando para total precisión debe añadirse que las tasas de crecimiento del multiplicador y de la Base se movieron en sentido contrario, como se desprende del hecho de que el coeficiente de correlación entre las dos variables fue crecientemente negativo a medida que avanzó el periodo ahora en estudio, como se ve en el Cuadro 4.16.

CUADRO 4.16
CORRELACIÓN ENTRE EL CRECIMIENTO DE LA BASE Y
DEL MULTIPLICADOR
1936-197

PERIODO	CORRELACIÓN DE PEARSON ENTRE B Y M
1936 - 1972	-0,67
1935 - 1951	-0,25
1952 - 1962	-0,83

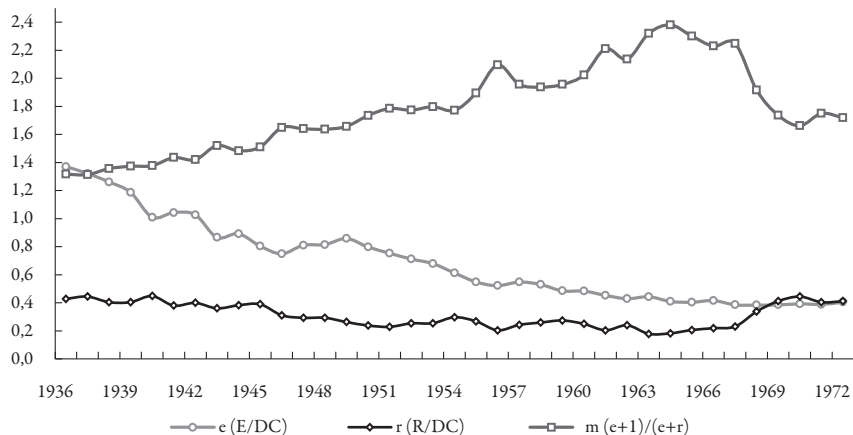
Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

Esto se explica principalmente por el aumento en el coeficiente de reservas bancarias, ya que el coeficiente de efectivo fue tendencialmente decreciente durante todo el periodo, según se muestra en el Gráfico 4.13.

Sin embargo, la causalidad entre la relación negativa del crecimiento de la Base y su multiplicador fue el resultado de la decisión de las autoridades monetarias solo a partir de los años sesenta, cuando el coeficiente de encajes bancarios empezó a utilizarse para ese propósito, según se documenta en Hernández-Gamarrá y Jaramillo-Echeverri (2017). Antes de ello, la evolución de las reservas bancarias y, por ende, del multiplicador se debió más a decisiones autónomas del sistema bancario que, ante la amplitud de la oferta de reservas bancarias, prefirió

mantener un exceso de ellas respecto al encaje requerido, antes que expandir su cartera y los medios de pago.

GRÁFICO 4.13
TENDENCIA DEL MULTIPLICADOR Y DE SUS DETERMINANTES
1936-1972



Fuente: Greco (1999); elaboración del autor.

4.5.4 EVOLUCIÓN DEL NIVEL GENERAL DE PRECIOS Y SU RELACIÓN CON EL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO

El Cuadro 4.17 muestra la evolución del promedio quinquenal del nivel general de precios durante 1936-1970 y en los años 1971 y 1972.

Como se observa, durante los tres primeros de esos quinquenios, la inflación creció aceleradamente y alcanzó un pico de 14,13 % anual entre 1946-1950. A partir de entonces, la inflación del quinquenio descendió a 5,04 % entre 1951-1955, y luego empezó a subir en los siguientes dos quinquenios. Este último fenómeno se revirtió entre 1966-1970, para luego empezar un nuevo ascenso en 1971 y 1972.

CUADRO 4.17
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN
1936-1972

PERÍODO	PROMEDIO PORCENTUAL ANUAL
Quinquenio 1936-1940	4,96
Quinquenio 1941-1945	10,96
Quinquenio 1946-1950	14,13
Quinquenio 1951-1955	5,04
Quinquenio 1956-1960	10,25
Quinquenio 1961-1965	13,67
Quinquenio 1966-1970	8,44
Año 1971	13,62
Año 1972	14,01
1936-1972	9,86

Fuente: Greco (1999); elaboración del autor.

Entre 1936 y 1940, el descenso en el proceso inflacionario fue continuo después de 1937, cuando al pico del quinquenio en ese año (12,37 %) les siguieron caídas sucesivas entre 1938 y 1940. En este último año el nivel general de precios descendió 3,13 %; resultado negativo que se presentó también en 1941 (-1,4 %), año a partir del cual la inflación creció sucesivamente entre 1942 y 1944. En este último, el resultado de la inflación (20,31 %) fue el segundo más alto de todo el periodo 1936-1972.

El ascenso del promedio quinquenal de la inflación entre 1946 y 1950 fue producto de sucesivas alzas y bajas en la inflación anual; lo mismo aconteció en el quinquenio 1951-1955, cuando solo entre 1953 y 1954 la inflación subió consecutivamente en los dos años.

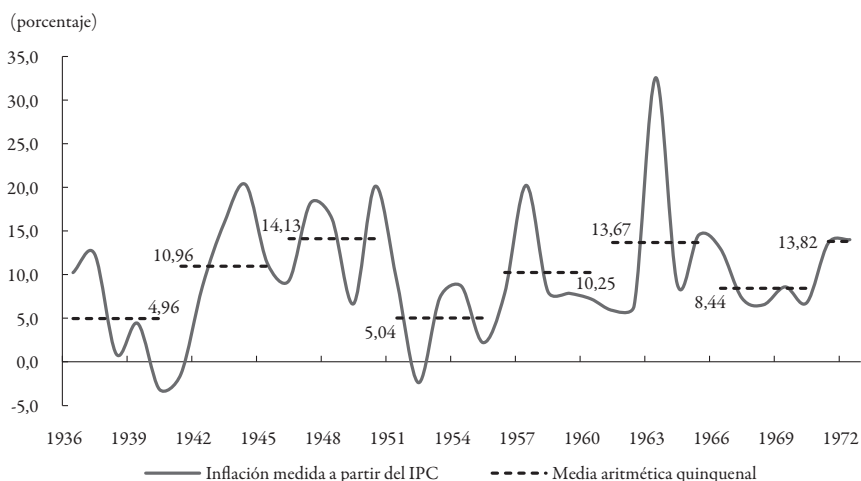
En el quinquenio 1956-1960, a la inflación moderada del primero de esos años (7,82 %) le siguió un pico de 20,23 % en 1957, luego de lo cual se presentaron caídas sucesivas entre 1958 y 1960.

Dichas caídas se prolongaron hasta 1961, cuando se inició un ascenso que tuvo su máxima expresión en 1963 (32,56 %) que, como ya se dijo, fue la más alta de los últimos cien años y a la que siguió una profunda caída en 1964 (8,92 %). Luego de ello, se presentaron ascensos de la inflación en 1965 y 1966, año en que se inició un descenso continuo, interrumpido (levemente) en 1969. Descenso que también se interrumpió, como ya se señaló, en 1971 y 1972.

De esta descripción, y del Gráfico 4.14, resulta claro que es difícil encontrar un ritmo constante en el crecimiento o descenso de la inflación durante periodos prolongados. Aun cuando una observación detallada de su evolución permite afirmar que en los años en que su nivel superó el 20 % al siguiente se presentó una caída notable. Ese fue el caso en:

- 1944-1945, cuando los respectivos valores fueron 20,31 % y 11,33 %.
- 1950-1951, con cifras respectivas de 20,12 % y 9,37 %.
- 1957-1958, cuando las tasas de inflación fueron 20,23 % y 8,1 %.
- 1963-1964, con valores respectivos de 32,56 % y 8,92 %.

GRÁFICO 4.14
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN ANUAL 1936-1972



Fuente: Greco (1999); elaboración del autor.

En cuanto a la correlación entre el índice de precios y el índice de exceso en los medios de pago, esta fue de 0,99, lo cual muestra el estrecho comportamiento entre las dos variables durante este periodo.

4.5.5 DEBATE SOBRE LA INSTITUCIONALIDAD Y CONTROVERSIAS SOBRE EL MANEJO DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

Aun cuando durante el periodo que ahora nos ocupa no hubo un debate continuo explícito sobre la inflación y sus causas, sí se produjeron propuestas para reformar la organización del Banco de la República y el manejo de la política monetaria bajo paradigmas distintos a los que se consignaron en el Decreto Ejecutivo 756 de 1951. Además, durante ese lapso se produjeron controversias episódicas sobre el manejo de la política antiinflacionaria.

En efecto, la institución del Banco de la República como una entidad cuya tarea fundamental fuese la promoción del crecimiento económico, estuvo antecedida de recomendaciones sobre su administración y el manejo de la política monetaria por parte de técnicos extranjeros, no del todo acordes con las directrices que se consignaron en el Decreto 756 de 1951.

Abiertamente elogioso de la eficiencia administrativa, la integridad y la seriedad de la gerencia del Banco, el experto David Grove, quien en su condición de funcionario de la Reserva Federal vino al país en 1949 acompañado de Gerard Alter, fue crítico parcial de la organización del Banco y de la determinación y ejecución de la política monetaria, como consta en el documento “Deficiencias en la Estructura de la Banca Central Colombiana”, preparado en 1949 y más tarde reproducido en la *Revista Banca y Finanzas de la Asociación Bancaria* (Grove, 1988). Críticas que se sustentaron en que el Banco había desempeñado un papel puramente pasivo y no había utilizado ni siquiera los poderes limitados que le dio la legislación Kemmerer.

A partir de este diagnóstico, Grove, teniendo en cuenta que la función de la Banca Central debería consistir en controlar la oferta, disponibilidad y costo de la moneda, señaló:

una política monetaria destinada a establecer límites cuantitativos a la expansión del medio circulante también es esencial si han de emplearse controles de crédito selectivo. En realidad, cualquier sistema de control selectivo de crédito fallaría cuando el volumen de crédito bancario se expanda sin tener en cuenta los efectos inflacionistas. (Grove, 1988, en Hernández-Gamarra *et al.*, 2004, pp. 224-225)

Consideraciones a partir de las cuales propuso:

- Ampliar las atribuciones del Banco de la República para regular la oferta, la disponibilidad y el costo de la moneda, y además precisar algunas otras que tenía al respecto.
- Modificar la estructura del capital del Banco de la República y la composición de la Junta Directiva.
- Fortalecer la capacidad técnica del Banco de la República para ejecutar la política monetaria y darle a esa función un apropiado nivel jerárquico, mediante la asignación de esa responsabilidad a un economista de competencia profesional sobresaliente que reportase sus análisis directamente a la Junta Directiva, y cuya posición no fuese inferior a ninguno de los funcionarios del Banco.
- Concentrar todas las funciones de la banca central en el Banco de la República, pues algunas de ellas se le habían delegado al Fondo de Estabilización de la Deuda Pública, y otras, como la vigilancia e inspección de los bancos, las ejercía la Superintendencia Bancaria.

La Junta Directiva propuesta por Grove sería de ocho miembros, los cuales serían el ministro de Hacienda, cinco miembros escogidos por el presidente de la República y dos por los bancos. En caso de empate en alguna decisión, dado el número par de los integrantes de la Junta, Grove propuso que la cuestión debía pasar al presidente de la República para que él tomara la decisión.

El otro experto que hizo recomendaciones sobre la organización del Banco de la República y el manejo de la política monetaria fue Lauchlin Currie, director de la Misión que el Banco Mundial envió al país para asesorarlo en el manejo de la política económica y la administración pública.

En desarrollo de su trabajo como director de esa Misión, Currie preparó dos informes: las Bases del Programa de Fomento para Colombia y el relativo a la Reorganización de la Rama Ejecutiva del Gobierno de Colombia, en cuyo capítulo XVII analizó las interrelaciones entre las políticas monetaria, fiscal y cambiaria.

En este último texto criticó que la entidad que en Colombia creaba y regulaba el dinero en circulación fuera en gran parte de propiedad particular y que su Junta Directiva estuviera constituida por representantes del sector privado, cuando su

principal mandato, que debería ser la estabilidad de precios y la búsqueda del pleno empleo (Currie, 1952, p. 383), implicaba responsabilidades y obligaciones públicas porque afectaba el bienestar económico de todos los ciudadanos.

Además, Currie (1951) fue enfático:

al sugerir inversiones limitadas de los bancos en determinados activos, no queremos sugerir la financiación de proyectos de fomento a largo plazo por medio de la inflación [...]. El objetivo no es obtener una mayor formación de capital por medio de más inflación, sino mejorar la dirección del caudal del capital. Similarmente, el objetivo no es aumentar el volumen de crédito existente, sino orientar una parte de ese volumen hacia usos de fomento. (p. 666)

A partir de esos principios Currie (1951) propuso:

- Considerar en todo momento los efectos de crédito del Banco de la República sobre la posición de encaje de los bancos comerciales, para así mantener control sobre el crecimiento de los medios de pago.
- Utilizar la política de redescuento como el principal instrumento de la política monetaria, en vista de la imposibilidad de utilizar operaciones de mercado abierto y de las dificultades que suponía modificar continuamente el coeficiente de encaje y de la inoperancia de la tasa de redescuento.
- Desembarazar al Banco de la República de las funciones que ejercía en relación con la producción de sal, y otras de similares características, porque tales actividades no tenían nada que ver con la dirección monetaria y le quitaban tiempo y energía a los altos funcionarios y directores del Banco.
- Consagrar como responsable de la inflación o la depresión a la administración que estuviese en el poder, ya que “se ganaría mucho al hacer que este principio fuera explícito en vez de implícito, creando una organización que acepte y enfrente francamente esa responsabilidad” (p. 391).

Esta última finalidad lo llevó a proponer una reforma a la composición de la Junta Directiva del Banco en los siguientes términos:

la Junta que proponemos podría consistir de cinco miembros, nombrados directamente por el Presidente [sic] de la República. Uno sería el gerente general y otro el ministro de Hacienda y Crédito Público. Los tres restantes

serían: un banquero de experiencia y dos ciudadanos prominentes que hayan tenido buen éxito y conocidos por su independencia y solidez de criterio. (Currie, 1952, p. 386)

También crítico de la reforma contenida en el Decreto 756 de 1951 fue el dirigente liberal gaitanista Antonio García, quien luego de un detenido examen del contenido del Decreto 756 concluyó que mientras no se “revisen a fondo las estructuras bancarias, la reforma no podrá resolver ninguno de los grandes problemas de nuestra organización crediticia” (García, en Hernández-Gamarra *et al.*, 2004, p. 262).

Con excepción de la facultad para regular el coeficiente de encajes bancarios y la creación de la oficina de investigaciones económicas en el Banco de la República, las recomendaciones de Grove no fueron tomadas en cuenta, a pesar de que el texto de su documento fue conocido y debatido en la Comisión de Estudios Bancarios que a principios de 1951 fue creada por la Junta Directiva del Banco para estudiar sus futuras orientaciones y políticas. Este organismo, como era esperable, dada la propuesta de Currie para eliminar la representación privada en la composición de esa Junta, no se ocupó de ninguna de sus recomendaciones.

No fueron entonces las propuestas de Currie o las de Grove las que llevaron al Banco de la República a instaurar un sistema crediticio de largo plazo con independencia de la situación monetaria, o que se intentara utilizar la emisión primaria para expandir la formación de capital. De estas anotaciones es fácil colegir que asistió plenamente la razón a Jaime Martínez-Recaman¹⁴ cuando, en su *Historia Jurídica del Banco de la República* (1980), afirmó que la reforma financiera de 1951 fue más del caletre de la Junta Directiva del Banco, que producto de la asesoría de los técnicos extranjeros, muchas de cuyas recomendaciones sustantivas no fueron consideradas en dicha reforma.

En cuanto a la reforma institucional que dio origen a la bifurcación de la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, atrás mencionada, debe señalarse que unánime fue el consenso sobre la necesidad de su creación, según lo expresado, entre otros, por Carlos Sanz de Santamaría, Hernando Gómez Otálora y Alfonso Palacio Rudas, de acuerdo con los textos de ellos reproducidos en Hernández-Gamarra *et al.* (2004). No obstante, es preciso añadir que Palacio Rudas fue defensor acérrimo de que la soberanía monetaria volviera a la órbita

¹⁴ Así figura el nombre del autor en el pie de imprenta del libro. Aun cuando en su carátula figura como JAIME MZ-RECAMAN.

del Estado, pero también crítico constante de las políticas seguidas por la Junta Monetaria. Entidad sobre la cual también discrepaba acerca de la composición que a ella se le dio, por medio de unas facultades extraordinarias concedidas por el Congreso al presidente de la República.

Adicionalmente debe señalarse que en lo institucional también fue objeto de relativo consenso la expedición del Decreto 444 de 1967 y el manejo cambiario que en este se consagró.

Respecto a las controversias sobre medidas específicas de política antiinflacionaria durante el lapso 1936-1972, tres circunstancias dieron lugar a las principales de ellas. La primera se presentó con ocasión de la adopción de un tope a la cartera bancaria a finales de 1950; la segunda fue producto del plan de estabilización adoptado al inicio del gobierno del Frente Nacional, en agosto de 1958; y la tercera se presentó con ocasión del proceso de devaluación nominal de la tasa de cambio en el segundo semestre de 1962.

El primero de esos eventos fue provocado por la decisión que llevó a un acuerdo de caballeros entre los directivos de la banca comercial para poner un tope a su cartera, con miras a frenar el crecimiento que se estaba presentando en el nivel general de precios en el segundo semestre de 1950. La decisión se adoptó en medio de la reticencia de algunos bancos que, por diversos motivos, frenó el crecimiento de los medios de pago más allá de lo deseable, a tal punto que “la caída de la oferta monetaria real en 1951 fue el resultado de uno de los peores errores en la historia monetaria de Colombia” (Meisel-Roca y Jaramillo-Echeverri, 2017, p. 100).

Al inicio del primer gobierno del Frente Nacional, en agosto de 1958, el ministro de Hacienda, Hernando Agudelo Villa, quien había sido un permanente contradictor del crecimiento de la inflación de tiempo atrás, presentó un programa de estabilización económica que tuvo como base detener la creciente devaluación nominal del tipo de cambio; modificar la expansión exagerada de las emisiones del Banco de la República a favor de diferentes actores económicos; y controlar el déficit fiscal y su financiación monetaria (Agudelo-Villa, 1967).

El programa tuvo positivos efectos sobre la estabilidad de precios, pero, desde principios del primer semestre de 1961 hasta la dejación del cargo por el ministro Agudelo Villa en septiembre de dicho año, enfrentó la oposición de muy diversos actores de la vida nacional, incluidos entre otros Guillermo León Valencia, entonces firme candidato a la Presidencia de la República para el siguiente periodo; de Hernán Jaramillo Ocampo, exministro de Hacienda; de

los editorialistas y destacados columnistas de los periódicos *El Tiempo*, *La República*, *El Siglo*, *La Nueva Prensa* y *Vanguardia Liberal*; y, de diversos gremios como la Sociedad de Agricultores de Colombia (SAC), según documenta con detalle Edgard Gutiérrez-Castro (1967).

Dichos opositores contrapusieron la estabilidad de precios al crecimiento de la producción nacional y provocaron la salida de Agudelo Villa del ministerio de Hacienda, para que su sucesor Misael Pastrana Borrero procediera a desmontar pronto los controles monetarios, crediticios y fiscales que se habían establecido en el programa de estabilización. Este desmonte, a pesar del breve ejercicio de Pastrana Borrero como ministro de Hacienda, pues solo demoró en el cargo siete meses, y de las rectificaciones que intentó su sucesor Jorge Mejía Salazar, fue la semilla del grave desequilibrio macroeconómico que tuvo que enfrentar en sus inicios la administración del presidente Guillermo León Valencia.

Mencionado desequilibrio condujo a una devaluación de la tasa de cambio absolutamente antitécnica a finales de 1962, ya que para llevarla a cabo se sometió a consideración del Congreso de la República el establecimiento de un impuesto a las importaciones de COP 2,30 por dólar.

Como era apenas esperable, ese mecanismo para modificar el tipo de cambio, mediante una decisión públicamente preanunciada y debatida en el Congreso de la República, terminó aumentando las expectativas de devaluación y de inflación, llevó a que esta última efectivamente aumentara como nunca, y a que al final la devaluación nominal no tuviera ningún efecto sobre la tasa de cambio real. Desordenado manejo macroeconómico de principio de los años sesenta que contrasta con lo acontecido después de 1967, cuando se empezó a calmar la incertidumbre cambiaria, se redujo la inflación y se aceleró el crecimiento económico.

4.6 PERIODO 1973-1999

En el lapso 1973-1999 el promedio anual de la inflación ascendió a 22,82 % que fue un poco más del doble de la del periodo 1923-2022. Evolución del nivel general de precios en la cual son destacables además que el valor máximo se alcanzó en 1990 (32,37 %) y el mínimo en 1999 (9,23 %); que solo en cuatro de los veintiséis años de este periodo fue inferior al 20 % anual; y, que los únicos resultados atípicos del periodo corresponden precisamente a 1990 y 1999. Por todo ello el nivel de la tasa de inflación fue relativamente estable y alta para los estándares nacionales.

Este proceso inflacionario se inició en 1971 y se presentó en medio de una fuerte expansión fiscal y de profundos cambios institucionales, de un muy variable entorno macroeconómico, y de un permanente debate sobre el nivel de la inflación, sus causas y su control.

4.6.1 CAMBIOS INSTITUCIONALES Y SUS IMPLICACIONES

El primero de los cambios institucionales ocurrió al inicio del periodo y, a lo largo de este, tuvo efectos permanentes; mientras que otros dos se sucedieron durante la década del noventa y, por ende, solo repercutieron en el manejo de la política económica a partir de entonces.

El cambio institucional con efectos permanentes en el periodo consistió en la decisión de remunerar parte del ahorro personal a tasas de interés reales positivas, mediante la creación del sistema de ahorro de valor constante, lo cual llevó a una progresiva y creciente expansión del sistema financiero y añadió un mecanismo más de indexación de precios.

A su vez, los dos cambios institucionales que se presentaron a partir de los años 1990 fueron la mayor libertad en materia cambiaria, de importaciones y de manejo del sistema financiero; y la expedición de la norma constitucional que estableció como obligación del Estado velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda. Para esta última finalidad, la Junta Directiva del Banco de la República, instituida como la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia en reemplazo de la Junta Monetaria, sería un órgano independiente de la voluntad de los poderes Ejecutivo y Legislativo.

Esa temporalidad en los cambios institucionales, y la profundidad del último de ellos hace necesario que, en cuanto al manejo de la política monetaria, sea preciso distinguir la dirección que a ella se le dio hasta mediados de 1991 de la que tuvo después de entonces; y, para mayor precisión, distinguir el manejo que a ella se le dio entre mediados de 1991 a 1996 del que tuvo entre 1997 y 1999.

4.6.1.1 REMUNERACIÓN REAL DE LOS AHORROS, EXPANSIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO E INDEXACIÓN PARCIAL DE LA ECONOMÍA

En 1972, durante el mandato de Misael Pastrana Borrero, se puso en marcha la estrategia del sector líder para promover la aceleración del crecimiento econó-

mico que, concebida y defendida por el profesor Lauchlin Currie, fue el soporte conceptual del Plan Nacional de Desarrollo: Las Cuatro Estrategias, durante el periodo 1972-1974. Plan que enfatizó la priorización de la industria de la construcción, las exportaciones, el incremento de la productividad en el sector agropecuario y los aspectos redistributivos de la política económica.

Sin embargo, el principal énfasis del Plan fue el crecimiento de la industria de la construcción de viviendas, sobre las cuales se postuló que existía una demanda potencial muy alta que podría ser satisfecha, sin grandes exigencias de cambio exterior y con fuertes enlaces con los sectores proveedores de sus insumos, siempre y cuando se le asignaran recursos del ahorro privado para ese propósito. Finalidad para la cual se crearon las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV)¹⁵ con el fin de que captaran ahorro y prestaran para la construcción y la compra de viviendas; se creó el Fondo de Ahorro y Vivienda (FAVI) como prestamista de última instancia de las CAV; y se reglamentó el funcionamiento de las unidades de poder adquisitivo constante (UPAC).

Según la reglamentación que se hizo de esas unidades tanto las captaciones de ahorro que hicieran las CAV, como los préstamos que otorgaran, se indexarían, ya que unas y otros cambiarían periódicamente su valor nominal de acuerdo con la variación del índice de precios al consumidor (IPC). De esa manera, la remuneración nominal de las captaciones que hicieran las CAV tendrían dos componentes: la corrección monetaria, que repondría la pérdida de poder adquisitivo que provocaba la inflación, y la tasa de interés real, que constituiría su rendimiento real e inició siendo el 5 % anual. Asimismo, los créditos que otorgaran las CAV ajustarían su saldo con la inflación y pagarían una tasa de interés real que cubriera los costos reales de la captación, sus gastos administrativos y sus correspondientes utilidades.

El interés real inicial del 5 % para los ahorradores en UPAC entró a competir muy favorablemente con las cuentas de ahorro tradicionales, cuya remuneración total había permanecido congelada durante años en el 4 % nominal, con independencia de la tasa de inflación, y así permaneció durante muchos meses después que empezaron a operar las CAV. Ello hizo que el sistema de ahorro y vivienda gozara de general aceptación, a tal punto que en solo un año y escasos cuatro meses –el lapso comprendido entre septiembre de 1972 cuando empezó a funcionar la primera CAV y el inicio de 1974– se constituyeran diez CAV, de las cuales siete fueron privadas y tres tuvieron capital público.

¹⁵ Mediante el Decreto 678 de 1972.

De otra parte, en busca de mayores libertades en el sistema financiero, la administración López Michelsen, que había iniciado funciones en agosto de 1974, tratando de disminuir las ventajas competitivas que inicialmente tuvo el sistema de ahorro y vivienda, modificó la estructura de las tasas de interés con la finalidad de aminorar la extrema dispersión que ellas tenían¹⁶.

En razón a esas decisiones se subieron las tasas de interés que pagaban por sus captaciones de ahorro los bancos comerciales y la Caja Agraria; se autorizó a los bancos para emitir certificados de depósito a término (CDT) con una tasa de interés nominal también más elevada; y se les permitió a las Corporaciones Financieras la captación a corto plazo, que antes no podían hacer, para que otorgaran créditos con destino al capital de trabajo de las empresas industriales.

En virtud de esas disposiciones, las tasas de interés que pagaban distintos pasivos de los intermediarios financieros tuvieron la variación nominal que muestra el Cuadro 4.18 en el cual el ahorro tradicional estaba constituido por obligaciones a la vista, al igual que el UPAC cuentas, en tanto que los CDT y el UPAC certificados eran depósitos redimibles solo al vencimiento del periodo estipulado en cada operación.

Ese cambio institucional dio lugar a un aumento en el tipo de los intermediarios que participaban en el mercado financiero; a un significativo aumento en su número; a cambios notables en la significación que los bancos comerciales tenían en el total de activos del sistema financiero; y a una rápida expansión del total de sus pasivos, dado que se dio una profundización financiera entendida como el aumento de la liquidez en la economía como proporción del PIB, como ilustra el Gráfico 4.15.

Como se observa, al tiempo que se contrajo relativamente el uso de los medios de pago en relación con el PIB¹⁷, aumentó significativamente la de M2¹⁸ y la de M3¹⁹.

¹⁶ Liberación financiera y aumento de las tasas de interés nominales que fueron explicados por el gerente del Banco de la República, Germán Botero de los Ríos, de la siguiente manera: “la filosofía que inspira la política monetaria, en especial de los últimos meses de 1974, es permitir en forma gradual un mayor juego de las fuerzas del mercado en la asignación de recursos. Es así como este año se han dado pasos importantes en la reestructuración de las relaciones de las instituciones financieras con el Banco de la República, procurando dotar a las primeras de una mayor autonomía en el desarrollo de sus funciones” (Botero de los Ríos, 1975, p. 55).

¹⁷ O lo que es lo mismo, aumentó su velocidad de circulación.

¹⁸ Que incluye además de M1, cuasidineros y excluye los CDT y los bonos en poder del Banco de la República.

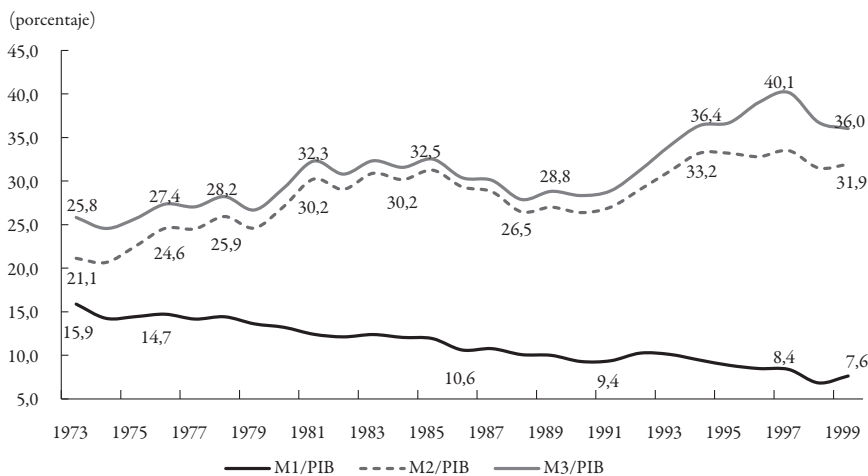
¹⁹ Que es igual a M2 más los depósitos restringidos y excluye los CDT y los bonos en poder del Banco de la República.

CUADRO 4.18
TASAS DE INTERÉS NOMINAL DE ALGUNOS PASIVOS FINANCIEROS
(PORCENTAJE ANUAL)

AÑO	AHORRO TRADICIONAL	CDT	UPAC CUENTAS	UPAC CERTIFICADOS
1962	4,0	4,0		
1965	4,0	4,0		
1970	4,0	7,0		
1973	8,5	8,5	25,2	25,7
1974	12,0	12,0	26,0	26,6
1975	16,0	16,0	23,7	24,7
1976	18,0	18,0	21,6	22,6
1977	18,0	18,0	22,0	23,0

Fuente: Hernández-Gamarra y Jaramillo-Echeverry (2017, p. 203).

GRÁFICO 4.15
EVOLUCIÓN DE LA PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA
1973-1999



Fuente: Greco (1999); elaboración del autor.

En lo relativo al aumento del tipo de los intermediarios financieros, a partir de los años setenta, además de la creación de las CAV, aumentaron el número de las Corporaciones Financieras, de las cuales en 1978 se fundaron seis de ellas,

al igual que el de las Compañías de Financiamiento Comercial, cuyo número se duplicó a treintaiséis en breve lapso (Hernández-Gamarrá y Jaramillo-Echeverri, 2017).

En relación con la importancia relativa del tipo de intermediarios en el total de activos del sistema financiero, al inicio de los años setenta existía en el mercado una preponderancia absoluta de los bancos comerciales, que eran pocos en número y dentro de ellos era significativa la participación de la banca pública ya que la Caja Agraria y el Banco Central Hipotecario tenían un tercio de la totalidad de esos activos. Con el correr de los años, hasta 1995, ese tipo de intermediarios perdió participación, no solamente por la menor dinámica de la banca pública, sino por el auge que tuvieron hasta ese año las CAV que alcanzaron a representar la quinta parte del total del valor de los activos del sistema financiero. Importancia que disminuyó en el último quinquenio del siglo XX, luego de la crisis que ellas sufrieron durante ese periodo. Caso similar al de las compañías de financiamiento comercial que en algún momento alcanzaron a tener alrededor de la décima parte de los activos del sistema financiero para luego ver reducida la misma a cerca del 5 % de ellos. (Hernández-Gamarrá y Jaramillo-Echeverri, 2017).

Esa expansión y diversificación del sector financiero se presentó a pesar de que este afrontó dos severas crisis durante el periodo que ahora se analiza, que ocurrieron la primera de ellas en el primer quinquenio de los años ochenta y la segunda al final del periodo.

La creación de la UPAC y el alza en las tasas de interés nominales hicieron más visibles los efectos de la inflación sobre el poder adquisitivo del dinero y sus impactos redistributivos; por ello, después de 1973 se dio una indexación moderada y parcial de los precios de la economía, que se vino a sumar a la ya comentada variación diaria del tipo de cambio e incluyó, en distintos momentos, entre los más notables, los beneficios pensionales, los impuestos, los arrendamientos, los costos de la educación, el precio de la gasolina y el salario mínimo legal. De ellos, estos dos últimos se ajustaban usualmente al inicio de cada año tomando como referencia la inflación del año anterior.

4.6.1.2 ELIMINACIÓN DEL CONTROL DE CAMBIOS Y LIBERACIÓN FINANCIERA

La eliminación del control de cambios, que se produjo cuando se aprobó la Ley 9 de 1991, fue parte del programa de mayores libertades económicas e

internacionalización de la economía, impulsado por la administración del presidente Cesar Gaviria, quien había asumido el mando en agosto de 1990.

Mayores libertades económicas que se fundamentaron en las críticas al modelo proteccionista y de sustitución de importaciones; por ende, condujeron, entre otros, a cambios en la política comercial y arancelaria, al establecimiento de un nuevo régimen cambiario y a profundas modificaciones en las normas sobre el sector financiero.

En cuanto a la política comercial y arancelaria, se decidió que hubiera libertad de importaciones para lo cual se eliminó la licencia previa y se puso en marcha un programa de desgravación arancelaria o de reducción de aranceles; y en lo referente al sistema financiero, a principios de 1990 se disminuyeron las restricciones para su operación cuando se expidió la Ley 45 y se empezaron a privatizar las instituciones financieras que habían pasado a manos del Estado durante la crisis de los años 1980.

Como puede observarse, la liberación financiera y la eliminación del control de cambios se inscribieron dentro una concepción de la política económica distinta a la del pasado que, con creces, rebasó las solas consideraciones antiinflacionarias, pero que tuvo notables repercusiones sobre su manejo en el futuro, ya que esas reformas hicieron parte de los cambios que se adoptaron en este periodo, y constituyeron elementos del proceso de transición hacia la formalización de la estrategia de inflación objetivo.

4.6.1.3 LA INDEPENDENCIA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

En el periodo 1973-1990 el alza en el nivel general de precios empezó a causar preocupación creciente por la persistencia del fenómeno, por lo elevado que, para los estándares nacionales, empezó a ser el mismo y muy especialmente por el resultado del último de esos años. Ello, a pesar de que las cifras nacionales fueron siempre más bajas que las de la inflación en la mayoría de los países latinoamericanos, en donde ella fue mucho más pronunciada durante el periodo 1984-1988 en Argentina (387%), Brasil (323%), México (82%), Perú (432%) y Bolivia (2.669%), según se documenta en Boada-Ortiz, Gómez-Restrepo y Ocampo-Duque (2017).

Por ello, a principios de 1991 cuando inició sus deliberaciones la Asamblea Nacional Constituyente, que se ocuparía de reformar la Constitución Política, en el país ya habían soplado vientos propicios para que ese organismo se ocupara

de debatir la política macroeconómica en general, y las bases de la lucha contra la inflación en particular. Clima que se vio influido, además de la elevación de la inflación en el periodo 1973-1990, por las críticas al deber ser y la composición de la Junta Monetaria; por las reformas que en años anteriores habían disminuido progresivamente el papel protagónico del Banco de la República como una entidad impulsadora del crecimiento de la economía; y, por la modelación teórica que mostraba inconsistencias entre políticas con esa orientación y la inflación.

En lo que respecta al deber ser de la Junta Monetaria como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, la manera como esa entidad quedó constituida, sus políticas en general, y en especial el manejo que le daba a la liquidez en la economía, empezaron a ser cuestionadas desde principios de los años setenta. Controversia que se manifestó abiertamente en 1973, cuando a mediados de ese año la *Revista del Departamento Nacional de Planeación* publicó cuatro documentos criticando el sesgo inflacionario de la institucionalidad monetaria. Estas críticas progresivamente fueron ganando aceptación entre amplios sectores de opinión, incluidos, entre otros Alfonso Palacio Rudas (1973), Miguel Urrutia (1975), Gómez Otálora (1975), Hommes (1988) y que también reiteró el autor de este texto en 1975 y en 1979.

Todos estos autores, de una u otra manera, señalaron la inconsistencia de la institucionalidad al pretender que la autoridad monetaria actuara como tal, al tiempo que el Banco de la República fuese una entidad de fomento económico cuyas decisiones buscaban guiar la asignación de recursos en la economía. A lo cual se añadía que la Junta Monetaria estaba constituida por funcionarios con un manifiesto conflicto de interés al ejercer esas funciones, el carácter casuístico y arbitrario de muchas de sus decisiones y la falta de responsabilidad política explícita sobre el manejo de la inflación.

Todas esas críticas, y las consecuentes propuestas para reformar la institucionalidad de la Junta Monetaria, coincidían con las que venía formulando Alfonso Palacio Rudas quien, luego de la publicación de la *Revista del DNP* a principios de 1974, anotó:

diez años de recorrido lleva la Junta Monetaria con resultados adversos, ruinosos para la estabilidad de precios. La inflación incubada en el desequilibrio de los presupuestos ha encontrado amparo y estímulo en ese prepotente organismo. Paradójico y doloroso que una entidad creada para defender la salubridad de la moneda, le inocule tuberculosis con sus arbitristas manio-
bras. (Palacio-Rudas, en Hernández-Gamarra *et al.*, 2004. p 285).

Las reformas que antes de 1991 llevaron a restarle injerencia al Banco de la República en la asignación del crédito dirigido fueron la creación de la Financiera Eléctrica Nacional (FEN) que mediante la Ley 11 de 1982 sustituyó al Banco en el financiamiento del sector eléctrico; la fundación de la Financiera de Desarrollo Territorial (Findeter) que en virtud de la Ley 57 de 1989 fue creada para asumir las funciones del Fondo Financiero de Desarrollo Urbano y ocuparse del financiamiento del crédito a las entidades territoriales; la constitución mediante la Ley 16 de 1990 del Fondo Financiero Agropecuario que sacó de la órbita del Banco el crédito para ese sector; y la conversión, en desarrollo de la Ley 7 de 1991, del Fondo de Promoción de Exportaciones (Proexpo) en el Banco de Comercio Exterior (Bancóldex).

Rudolf Hommes y José Elías Melo sintetizaron este proceso en los siguientes términos:

El punto culminante de la gestión del Banco de la República de comienzos de los 80, concebido como banco central y banco de desarrollo, es el punto de partida para entender la dinámica que precedió a la reforma constitucional de 1991, pero allí también comenzó el debilitamiento de su poder institucional. Podemos considerar como un primer momento crucial en esa nueva evolución la creación en 1982 de la Financiera Energética [sic] Nacional, que vino a absolver el Fondo de Desarrollo Eléctrico (FDE), el cual funcionaba dentro del Banco de la República, como la decisión que rompió el velo de la gestión gubernamental del crédito por fuera del Banco. Esa primera experiencia, mediante la cual el Gobierno nacional asumió con éxito la gestión de financiar proyectos de gran impacto en la infraestructura eléctrica, de manera transparente y segura, con utilización de la red bancaria existente, permitió establecer la viabilidad y conveniencia de lograr una estructura institucional sana al margen del banco central. (Hommes y Melo-A., 2017, p. 364)

En relación con la inconsistencia dinámica de la política monetaria, como elemento explicativo de los debates en la Asamblea Nacional Constituyente sobre la naturaleza y funciones del Banco de la República, con el paso de los días fueron ganando aceptación los principios teóricos desarrollados por Kydland y Prescott (1977), y Barro y Gordon (1983), según los cuales

cuando la autoridad monetaria tiene objetivos adicionales a la estabilidad de precios, tiene el incentivo de tolerar algo de inflación y utilizar la expansión monetaria para estimular temporalmente una mayor actividad económica. En el largo plazo, sin embargo, el efecto es el opuesto. El público, de manera racional, anticipa la inflación y la incorpora en la negociación de salarios y

otros contratos. El resultado es una inflación más alta, sin afectar de manera positiva el crecimiento económico. (citados por Boada-Ortiz, Gómez-Restrepo y Ocampo-Duque, 2017, p. 286)

En la Asamblea Nacional Constituyente, todas esas argumentaciones contribuyeron a que se abriera paso una profunda reforma a la institucionalidad monetaria del país, la cual terminó por acabar el doble papel que el Banco de la República había venido cumpliendo desde principios de los años 1950, y que se convirtiera en una entidad independiente del poder ejecutivo.

A dichas razones, Boada Ortiz, Gómez Restrepo y Ocampo Duque agregan que a la decisión también contribuyó la evidencia empírica sobre el éxito alcanzado en la lucha contra la inflación por bancos centrales de naturaleza autónoma respecto al poder ejecutivo, en especial en algunos países desarrollados. Un hecho sobre el cual, en su condición de exconstituyente, Guillermo Perry enfatizó la importancia con singular énfasis (Perry, 2019, p. 237).

Teniendo esos paradigmas como telón de fondo, el proceso de reforma se surtió en la Asamblea Nacional Constituyente en medio de un largo y complejo debate en búsqueda de un consenso. Al respecto, son variadas las versiones de distintos miembros y participantes en dicha Asamblea y de analistas que no estuvieron en ella, en particular en lo relativo al papel protagónico que, en la concepción, búsqueda y logro de ese consenso, cumplieron diferentes actores. La versión oficial de la alta dirección del Banco de la República sobre esos debates y su influencia en el logro del consenso final fue resaltado por Steiner (1995) y por Alberto de Brigard (1995); por su parte el exministro Hommes (2017), representante por excelencia del gobierno del presidente Gaviria en la Asamblea, expone una interpretación de lo sucedido, según la cual el papel de la alta dirección del Banco en el acuerdo final alcanzado fue mucho menos protagónico. A su vez, Avella (2000), al igual que Guillermo Perry (2019), destaca el papel que en la reforma constitucional desempeñó Alfonso Palacio Rudas, nombre al cual el segundo de ellos añade a Carlos Lleras de la Fuente. Por su parte, Hernández-Gamarra (2008) resalta la influencia que ejerció el pensamiento monetario de Lauchlin Currie a través del constituyente Carlos Ossa Escobar; y Boada *et al.* (2017) y Gerardo Hernández (2017) anotan las opiniones e intervenciones de otros constituyentes. Apreciaciones todas que ayudan a completar y entender mejor el proceso que tuvo lugar durante las deliberaciones de la Constituyente, en adición a las versiones de Roberto Steiner, Alberto de Brigard y Rudolf Hommes.

Con independencia de esa controversia histórica sobre el papel que cumplieron distintos actores en la Constituyente, lo destacable es que la nueva institucionalidad consagró:

- La obligación del Estado de velar por el poder adquisitivo de la moneda.
- La constitución de la Junta Directiva del Banco de la República como la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, integrada por siete miembros incluidos en ellos el ministro de Hacienda y el gerente del Banco. El presidente en ejercicio en 1991, César Gaviria, nombró a los primeros seis de ellos, quienes eligieron al gerente en concordancia con la norma constitucional. Los integrantes de la Junta distintos al ministro de Hacienda serían designados por el presidente de la República como miembros de dedicación exclusiva para periodos de cuatro años, prorrogables por dos periodos más, según la reglamentación legal, con la posibilidad de ser remplazados dos de ellos cada cuatro años. Esa manera escalonada de nombrar a los miembros de la Junta aseguró que después de 1994 los presidentes de la República quedaran investidos con la facultad de nombrar solo a tres de los siete miembros de la Junta durante su periodo, siendo el primero de ellos el ministro de Hacienda al inicio de su mandato y los otros a mitad del mismo, a menos que se presentase la renuncia voluntaria, en cualquier momento, de algunos de los miembros de la Corporación.
- La prohibición al Banco de la República para otorgar préstamos a particulares, lo cual dejó por fuera de su competencia el crédito dirigido y condujo a la reconversión de los Fondos de Fomento que aún subsistían a mediados de 1991, o a su liquidación.
- La votación unánime de la Junta para otorgar crédito al Gobierno nacional.
- La autonomía administrativa, patrimonial y técnica del Banco, según las definiciones que de cada una de ellas precisó la Sentencia C-827 de 2002 de la Corte Constitucional, las cuales se analizan detalladamente en el trabajo *Autonomía del Banco de la República en la Constitución de 1991 y en la Ley 31 de 1992*, de la autoría de Gerardo Hernández-Correa (2017).
- La obligación de transferir las utilidades del Banco al Gobierno nacional, previo el establecimiento de las reservas pertinentes para fines

de la estabilización cambiaria y monetaria²⁰, y el deber de presentar un informe anual al Congreso de la República. Estos dos últimos mandatos fueron establecidos por la Ley 31 de 1992, reglamentaria de las normas constitucionales de 1991.

4.6.2 ENTORNO MACROECONÓMICO

En el lapso comprendido entre 1973 y 1999, el entorno macroeconómico de Colombia mostró en primer lugar un continuo crecimiento del PIB excepto en el último de dichos años, siendo en los demás de ellos ese resultado relativamente variable.

Este crecimiento económico estuvo acompañado de la ya anotada expansión y diversificación del sector financiero; de amplias oscilaciones en las disponibilidades de cambio exterior; de continuos déficit fiscales que se agudizaron a partir de la expedición de la Constitución de 1991 y se financiaron casi permanentemente con emisión monetaria; de un manejo casuístico de la política monetaria hasta mediados de ese último año, la cual desde entonces fue sustituida por otra que progresivamente empezó a tener como su finalidad primordial el control de la inflación.

4.6.2.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO

El continuo crecimiento económico durante el periodo tuvo fluctuaciones notables, pues mientras durante la década del setenta presentó tasas relativamente elevadas, al igual que entre 1986 y 1995, en el primer quinquenio de los años 1980 el crecimiento del PIB fue muy bajo para los estándares nacionales, como también fue el caso en el lapso comprendido entre 1996 y 1999, como muestra el Cuadro 4.19.

Al igual que en el periodo 1936-1972, en el lapso comprendido entre 1973 y 1999 los periodos de rápida expansión económica se caracterizaron por la relativa alta disponibilidad de cambio exterior, en tanto que en los años de lento crecimiento se presentó escasez de esas disponibilidades. Un hecho que muestra

²⁰ Y simétricamente la obligación del Gobierno de compensar al Banco sus pérdidas en caso de que ellas se presenten.

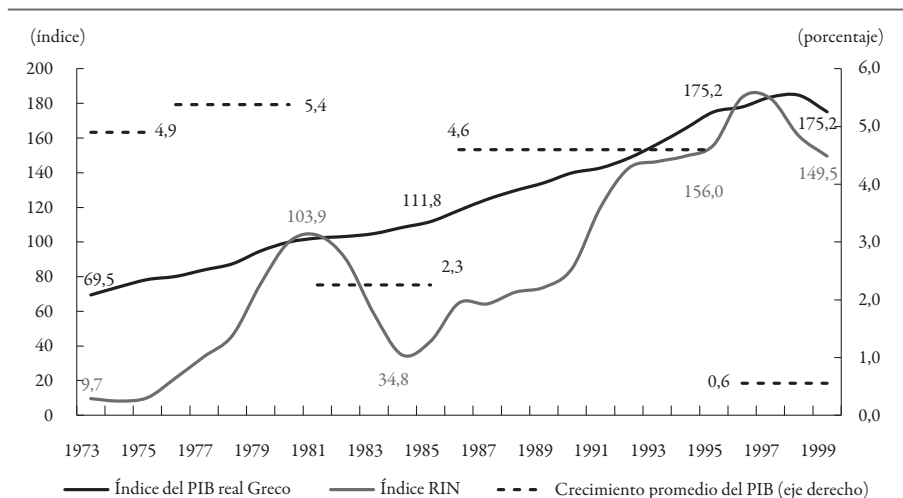
el Gráfico 4.16 y que corrobora el coeficiente de Pearson entre el índice del PIB real y el índice del monto de reservas internacionales, el cual ascendió a 0,9168.

CUADRO 4.19
CRECIMIENTO ECONÓMICO (PORCENTAJES)
1973-1999

AÑO	CRECIMIENTO DEL PIB (PORCENTAJE)
	promedio quinquenal
1973-1975	4,9
1976-1980	5,4
1981-1985	2,3
1986-1990	4,6
1991-1995	4,6
1996-1999	0

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

GRÁFICO 4.16
EVOLUCIÓN DEL PIB REAL Y LA RESERVAS INTERNACIONALES (BASE 1980 = 100)
1973-1999



Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

Especial comentario merece el crecimiento económico en el periodo 1996-1999 cuando su promedio anual fue prácticamente nulo, debido a un lento crecimiento en 1998 (0,6%) y a su caída pronunciada en 1999 (-4,4%), cifras que en conjunto fueron compensadas por las expansiones de 1996 (1,6%) y 1997 (3,2%).

Algunos analistas suelen atribuir ese resultado únicamente a la rigidez de la política monetaria y a la consecuente alza en las tasas de interés. Juicio que resulta muy poco preciso puesto que una evaluación más ponderada sobre el ritmo del crecimiento económico en ese periodo pondría en la balanza los múltiples orígenes del fenómeno, los cuales, como parte del entorno macroeconómico entonces existente, incluyen: a) la fuerte entrada de capitales externos (santos y no santos) en la primera mitad de los años 1990; b) la persistencia del déficit en cuenta corriente; c) el también permanente déficit en las finanzas públicas; d) la aguda crisis internacional que se inició en 1997 en el sudeste asiático, se propagó inicialmente a Rusia, luego a Brasil y después a otros países incluida Colombia; e) las debilidades estructurales del sector financiero colombiano, incluida una débil regulación para su funcionamiento; f) las desordenadas iniciativas de algunos intermediarios financieros que, en busca de su mayor participación en el mercado, descuidaron la gestión prudencial del riesgo de cartera; g) el descalce que se produjo entre la capacidad de pago de los deudores del sistema de valor constante y el valor monetario de sus deudas, al haber desligado el valor nominal de la UPAC de la variación del IPC y haberla atado a la tasa de interés de corto plazo; y, h) la forma como la Junta Directiva del Banco de la República se vio obligada a enfrentar los ataques especulativos contra la tasa de cambio, que se presentaron en medio de la campaña presidencial de 1998. A esta multicausalidad de la disminución en el ritmo del crecimiento económico se hará breve mención enseguida.

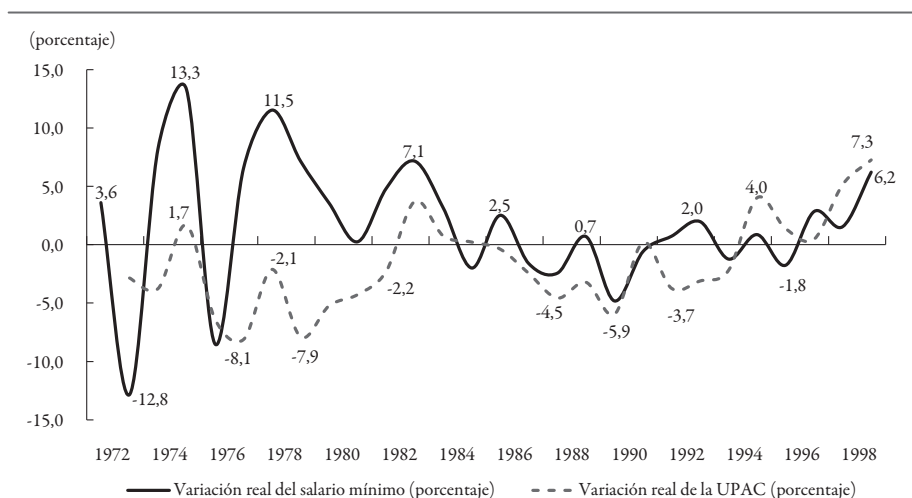
Por los elevados déficits fiscales y en cuenta corriente, la crisis internacional presionó al alza las tasas de interés, lo cual, dada la modificación sobre la variación en el valor nominal de la UPAC, se reflejó en un mayor costo del crédito para la vivienda, en un momento en que, debido a elementos cíclicos, el precio de ellas estaba en descenso. Así las cosas, los deudores veían subir la deuda en que habían incurrido para adquirir sus viviendas mientras el valor de ellas descendía, situación que se agravó cuando los deudores empezaron a intentar venderlas para pagar el valor de sus créditos.

El delicado equilibrio que suponía aumentar el valor nominal de la UPAC con la inflación, y de igual manera el aumento de los salarios, se rompió para la mayoría de los deudores cuando sus ingresos subían al ritmo de la inflación, pero sus deudas subían al ritmo de una tasa de interés creciente. Ese hecho se acentuó

además porque, por falta de regulación en el intento por capturar participación en el mercado, algunos intermediarios financieros descuidaron la selección de la capacidad de pago de sus deudores, un hecho que se agravó al rebajar las cuotas de amortización mensual de los créditos a niveles que los hicieron insostenibles frente al alza del valor nominal de la UPAC.

El Gráfico 4.17 muestra que el valor real de la UPAC, definido como su precio nominal deflactado por el IPC, creció menos que este último entre 1972 y 1994, puesto que en realidad casi en ningún año se ajustó plenamente con la inflación. Por el contrario, el salario real sí subió de manera casi continua en ese lapso, pues solo en cinco años ese no fue el caso²¹. Factores que, junto con el alza real del precio de las viviendas, explican por qué durante muchos años el sistema de valor constante para la adquisición de vivienda funcionó sin grandes dificultades.

GRÁFICO 4.17
VARIACIÓN REAL DEL SALARIO MÍNIMO Y DE LA UPAC
1972-1999



Nota: el SMLV anual se calculó como un promedio ponderado de su valor vigente a lo largo del año.
Fuentes: Banco de la República (2023) y Protección social (2008); cálculos del autor.

²¹ Para construir la serie de salario real primero se obtuvo el salario nominal y luego se deflactó por el índice de precios. En las anualidades en que el salario nominal no subió desde el principio del año, este se calculó como un promedio ponderado de los dos valores que estuvieron vigentes durante los respectivos meses del año.

Fue luego de haber cambiado la manera de calcular el valor nominal de la UPAC por encima de la inflación que se presentó el desplome del mercado del crédito hipotecario, que se extendió rápidamente a otros segmentos del sector financiero, debido al aumento de la tasa de desempleo, a medida que se profundizaba la caída en la actividad económica.

En cuanto a la manera como la Junta Directiva del Banco de la República enfrentó los ataques especulativos contra la tasa de cambio y el aumento de las expectativas de la devaluación, se debe recordar que al acercarse la primera vuelta de las elecciones presidenciales en 1998 los contradictores del candidato del Gobierno, que era Horacio Serpa, se encargaron de propagar el rumor que señalaba que su triunfo llevaría a una caída en los flujos internacionales de capitales para Colombia y provocaría dificultades para el financiamiento del país en los mercados internacionales, el cual era indispensable para financiar el déficit del sector público y el desbalance externo.

Todo ello aumentó las expectativas de devaluación frente a lo cual la Junta, por considerar que no estaban dadas las condiciones para una mayor libertad en el mercado cambiario, mantuvo su política cambiaria comprando dólares y retirando dinero de la circulación. El costo de ello fue que primero la tasa de interés interbancaria subió rápidamente, en especial en el lapso comprendido entre la última semana de mayo y principios de julio de 1998. Luego de la elección presidencial cuando cedieron las expectativas de devaluación la Junta decidió suministrar progresivamente cantidades crecientes de liquidez a la economía con lo cual la tasa de interés empezó a bajar.

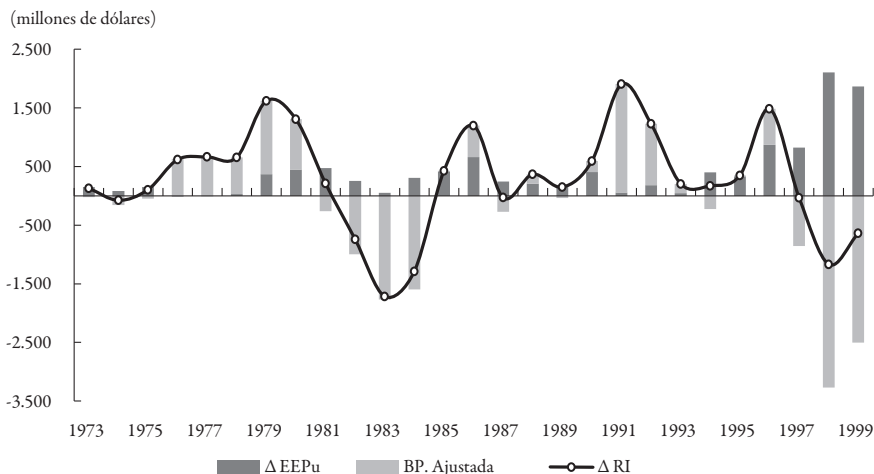
La multicausalidad así expuesta es una mejor aproximación a la explicación de un complejo fenómeno recesivo, que se reversó pronto en términos del crecimiento de la economía ya que en el año 2000 el PIB creció positivamente, pero que repercutió durante más tiempo en la tasa de desempleo.

4.6.2.2 EVOLUCIÓN DE LAS DISPONIBILIDADES DE CAMBIO EXTERIOR

En el subperiodo 1973-1981 las disponibilidades de cambio exterior, medidas por el monto de las reservas internacionales, fueron crecientes como se observa en el Gráfico 4.18. En la cual también se pone de presente la caída de ese indicador durante el primer quinquenio de los años ochenta y su continuo ascenso desde entonces hasta 1997, pues solo en 1998 y 1999 mostró un retroceso. Estas variaciones en las reservas internacionales se debieron a dispares cambios en la

balanza de pagos ajustada y en el endeudamiento externo del sector público, a pesar de que este último factor fue siempre positivo.

GRÁFICO 4.18
COMPONENTES DE LA VARIACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES
1973-1999



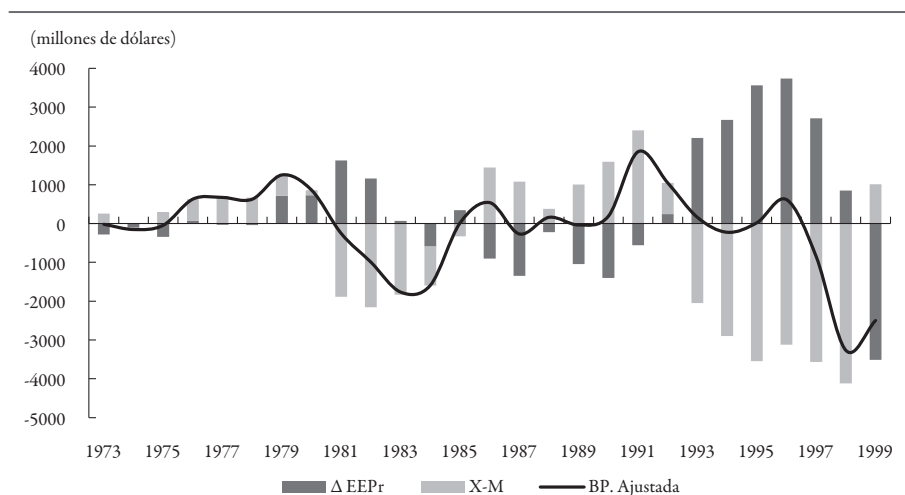
Fuente: Anexo 4.2.

Como se ve en el Gráfico 4.18, entre 1973 y 1980 la balanza de pagos ajustada fue superavitaria y el endeudamiento externo del sector público también contribuyó a la expansión de las reservas internacionales, aunque en un grado mucho menos notable. A partir de 1981, la balanza de pagos ajustada se volvió deficitaria en cuantía significativa, tanto por el resultado de la cuenta de bienes y servicios como por el menor crecimiento del endeudamiento externo público, en virtud de la crisis de la deuda en esos años en toda Latinoamérica, que fue una época de dificultades en ese campo también para Colombia, a pesar de que el país no declaró la moratoria de su deuda externa a diferencia de los demás países de la región.

Entre 1987 y 1996 predominó también el superávit de la cuenta de pagos ajustada y después de ese último año fue notable el crecimiento del endeudamiento externo del sector público; sin embargo, este último factor no alcanzó para compensar el déficit cambiario entre 1997 y 1999.

Esta información la complementa el Gráfico 4.19, que muestra la variación de los componentes y el resultado de la balanza de pagos ajustada, de la cual se deduce que este fue determinado principalmente por la cuenta de bienes y servicios, puesto que el endeudamiento externo privado fue relativamente menos importante, excepto en 1999.

GRÁFICO 4.19
EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS AJUSTADA Y SUS DETERMINANTES
1973-1999

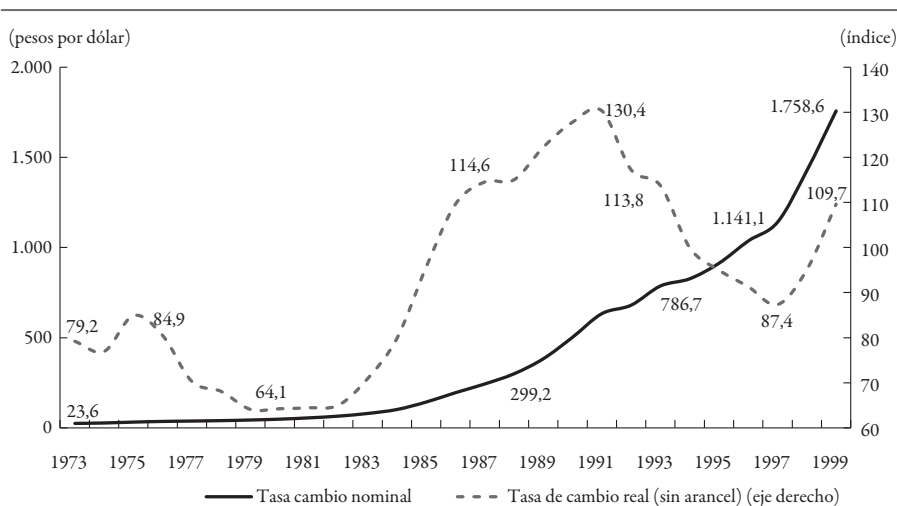


Fuente: Anexo 2.

Tales cambios cuantitativos en los determinantes de la variación de las reservas internacionales, junto a decisiones de política económica, produjeron la evolución de la tasa de cambio (nominal y real) que muestra el Gráfico 4.20, donde se ve que la primera de ellas fue continuamente creciente entre 1973 y 1999, en concordancia con el marco instituido por el Decreto 444 de 1967 hasta enero de 1991, y luego de mediados de ese año por las políticas que siguió la nueva Junta Directiva del Banco.

Una de las primeras determinaciones fue instaurar un sistema de banda cambiaria, que entre mediados de 1991 y 1994 fue implícita, y a partir de entonces y hasta septiembre de 1999 se hizo explícita, como se explica más adelante.

GRÁFICO 4.20
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO NOMINAL Y REAL
1973-1999



Nota: la tasa de cambio real se calculó con respecto al dólar, con base 1994 = 100 y, para todo el período, sin tener en cuenta los aranceles.

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

En lo referente a las variaciones de la tasa de cambio real, detrás de ellas estuvieron, como elementos económicos explicativos, el alza en los precios del café a mediados de las décadas del setenta y del ochenta; la elevada devaluación nominal a mediados de los años 1980; el rápido crecimiento de las exportaciones de hidrocarburos, que progresivamente empezaron a restarle importancia al café como factor explicativo de las exportaciones colombianas después de 1987; la relativa amplia disponibilidad de cambio exterior entre 1985 y 1997; y la reversión de ese fenómeno en los dos últimos años del periodo.

En efecto, la evolución de la tasa de cambio real después de 1975 se explica por el alza que tuvieron los precios del café en el mercado internacional a mediados de ese año, dado que ante ese fenómeno las autoridades decidieron mantener el régimen del Decreto 444 de 1967; por consiguiente, el Banco compró el exceso de oferta de divisas. Esa determinación aminoró el ajuste en la tasa de cambio nominal que, junto con la mayor inflación, indujo, después de 1976, una

pronunciada caída en la tasa de cambio real que se prolongó hasta principios de los años 1980²².

A partir de 1984, y en especial en 1985, se decidió elevar significativamente la tasa de cambio nominal, lo que llevó a la devaluación de la tasa de cambio real, hecho que se prolongó hasta principios de los años 1990. Esto, a pesar de que el rompimiento del pacto de cuotas del café en los mercados internacionales, el cual rigió durante casi medio siglo, implicó dificultades cambiarias que, sin embargo, no fueron tan agudas, dado que entonces se inició el auge de las exportaciones de hidrocarburos, en medio de un alza de precios de esos productos en los mercados internacionales.

Con el inicio de la política de liberación de los mercados al inicio de los años 1990, y en particular con las facilidades que se otorgaron para el endeudamiento externo privado, la inversión proveniente del exterior y la repatriación de capitales, se produjo un incremento notable de las disponibilidades de cambio exterior que condujo a la revaluación de la tasa de cambio real a pesar de las disposiciones cambiarias adoptadas por la Junta Directiva del Banco de la República, como se explica a continuación.

A partir de 1992, el temor de que la relativa abundancia de divisas incrementara la caída en la tasa de cambios real llevó a que la Junta Directiva del Banco empezara a ser cauta sobre el manejo cambiario, ya que no se decidió dejar que el tipo de cambio flotara libremente.

Para ello, entre 1992 y 1994 se estableció una banda cambiaria implícita que empezó a operar cuando, con el fin de evitar la monetización de las divisas que llegaban al país, de manera análoga a como se hizo por primera vez en 1934, a los exportadores no se les pagaban esas exportaciones en pesos, sino mediante un título denominado Certificado de Cambio, cuyo valor nominal estaba expresado en dólares, tenía un periodo específico de redención y podía ser negociado en el mercado. Sin embargo, el Banco de la República podía redimirlo antes del plazo de su vencimiento con un descuento del 12,5 % de su valor facial en dólares.

Bajo ese sistema, la tasa de cambio oficial era aquella a la cual los Certificados de Cambios podían ser redimidos a su fecha de redención. De esa manera quedó establecida una banda cambiaria implícita en la cual el precio techo era la tasa de

²² Este párrafo y el que sigue son tomados con ligeras variaciones de Hernández-Gamarra y Jaramillo-Echeverri (2017), sin usar comillas para darle fluidez a la lectura del texto.

cambio del día del vencimiento de los certificados, y el precio piso, aquel a que se negociaran dichos Certificados.

Ese sistema rigió hasta enero de 1994 cuando se estableció una banda cambiaria explícita que era un corredor que tenía un techo al cual el Banco vendía divisas para evitar que la devaluación lo superara, o las compraba a la tasa de cambio del piso para impedir que cayera por debajo de este. Dicho corredor tenía una pendiente que estaba determinada por la diferencia entre la inflación interna esperada y la inflación internacional, y las variaciones de la productividad nacional.

Según Villar la banda cambiaria así establecida, y consecuentemente el manejo de la tasa de cambio nominal, daría

una señal clara al mercado sobre el rango en el cual se considera que se encuentra la tasa de cambio de equilibrio de mediano y largo plazo. De esta forma se busca que el mercado no genere fluctuaciones excesivas que puedan atentar contra las metas de inflación, como sucedería si se supera el límite de arriba de la banda cambiaria, ni contra la sostenibilidad de la balanza de pagos, si la tasa de cambio bajara por debajo del piso de la misma. (Villar-Gómez, 1998, p. 9)

Bajo esa política cambiaria, mientras la tasa de cambio fluctuara en el interior de la banda cambiaria, el manejo cambiario no tendría efectos sobre el crecimiento de la base monetaria. Ese tipo de manejo cambiario implicó que la Junta Directiva del Banco no estuviese dispuesta a sacrificar el control de la política monetaria, en aras de la existencia de un tipo de cambio nominal fijo; o, por el contrario, tener total control sobre la cantidad de dinero dejando que el tipo de cambio libre flotase completamente. Sin embargo, el resultado fue la revaluación de la tasa de cambio real entre 1990 y 1997, provocada por la mayor entrada de capitales y una fuerte expansión del gasto financiado con endeudamiento externo público y privado. Este movimiento de la tasa de cambio se revirtió entre 1998 y 1999, cuando ante manifiestas dificultades para su mantenimiento se abandonó el esquema de banda cambiaria como se analiza en la sección “4.7 Periodo 2000-2022”.

4.6.2.3 EL DÉFICIT FISCAL Y SU FINANCIACIÓN

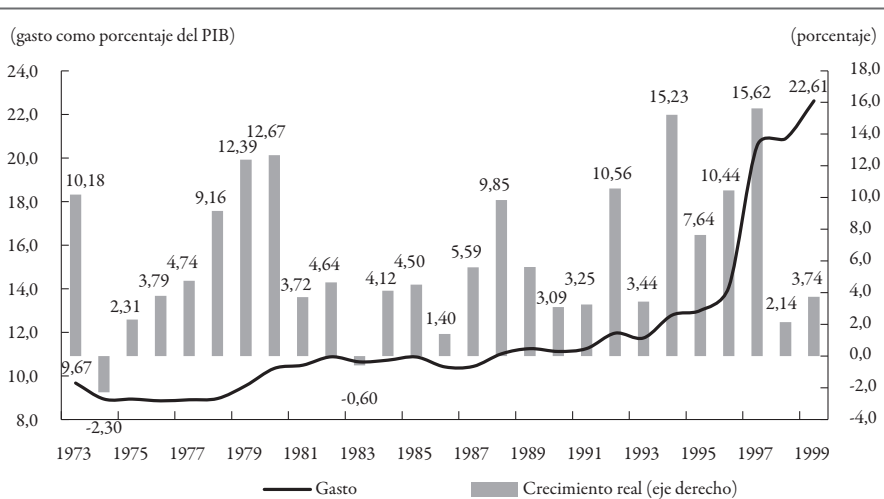
La situación fiscal durante el periodo fue deficitaria en veinticuatro de los veintisiete años. Déficit que se financió con emisión monetaria, bien por el permanente

incremento en el endeudamiento externo del sector público antes anotado, o por aumentos en el crédito del Banco de la República hasta mediados de 1991, cualquiera fuera el mecanismo contable que para ello se usara²³.

Solo entre 1976 y 1978, en medio de un alza excepcional de los precios internacionales del café, no se hizo uso de la emisión monetaria para financiar al Estado. Ello, por cuanto el aumento en el endeudamiento externo público que se presentó en esos tres años fue más que compensado por disminuciones en la deuda del Gobierno con el Banco de la República, como se constata al examinar en detalle las cifras en el Anexo 4.2.

Durante la mayor parte del periodo, el déficit fiscal fue producto de la precariedad de la tributación, pues como se observa en el Gráfico 4.21, el gasto del Gobierno respecto al PIB ascendió muy lentamente entre 1973 y 1990, puesto que era 9,67 % en el primero de dichos años y solo aumentó hasta 11,12 % en el último

GRÁFICO 4.21
GASTO TOTAL DEL GOBIERNO COMO PORCENTAJE DEL PIB
1973-1999



Fuente: Greco (1999); elaboración del autor.

²³ Durante algún tiempo, para esos fines se utilizó principalmente la llamada Cuenta Especial de Cambios, mediante la cual el Banco le entregaba al Gobierno las utilidades provenientes de la compraventa de divisas y las revaloraciones en pesos que se producían a medida que aumentaba el tipo de cambio nominal.

de ellos. De allí en adelante, en virtud de las nuevas normas constitucionales, el gasto público con relación al PIB sí aumentó aceleradamente, lo cual llevó a que entre 1991 y 1992 el gasto acumulado subiera en términos reales más de 13 %.

Como a partir de 1991 quedó prohibido que el Banco de la República le prestase directamente al Gobierno, a menos de que el voto unánime de los miembros de la Junta Directiva sea unánime—lo cual no ha ocurrido desde entonces—, la financiación monetaria del déficit fiscal se ha hecho únicamente a través de endeudamiento externo. Es de anotar, eso sí, que, debido a pequeñas variaciones en la cuenta de depósitos del Gobierno en el Banco, pueden reflejarse algunas (negativas o positivas), en distintos años, en la financiación monetaria del déficit fiscal, según también se detalla en el Anexo 4.2.

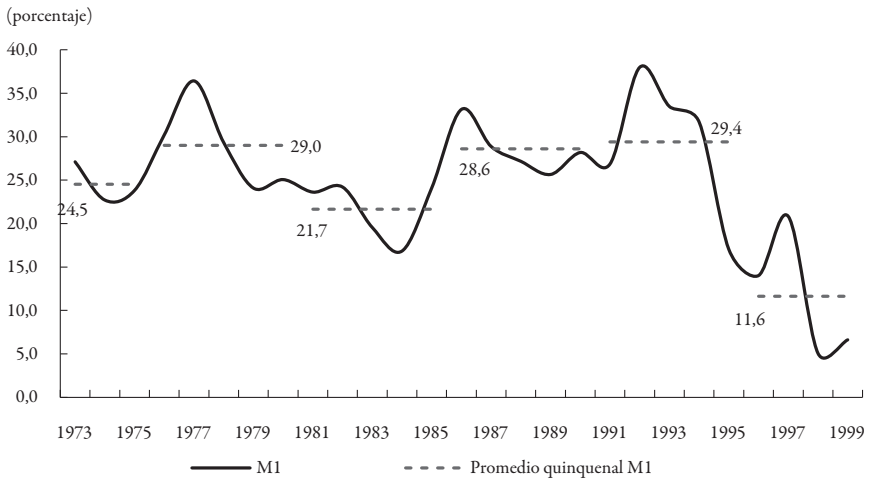
4.6.3 EL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO Y LA POLÍTICA MONETARIA

Entre 1973 y 1999 el crecimiento promedio anual de los medios de pago ascendió al 24,6 %, siendo las cifras anuales que dan lugar a ese valor, tanto para todo el periodo como para los promedios quinquenales, muy variables como muestra el Gráfico 4.22, que contiene dos picos excepcionalmente altos en 1977 (36,4 %) y en 1992 (38,0 %) y un valor mínimo en extremo bajo en 1998 (5,1 %); y en cuanto a los promedios quinquenales, muestra que hasta 1995, excepto en el periodo 1996-1999, todos fueron superiores al 20 % anual, a pesar del continuo descenso del indicador desde 1992.

Al igual que en el periodo 1936-1972, el factor determinante del crecimiento de los medios de pago entre 1973 y 1999 fue la base monetaria, que en promedio aportó durante el periodo el 102 % de ese crecimiento. De lo cual se deduce que en promedio el crecimiento del multiplicador fue insignificante; ya que, en solo ocho de los veintisiete años del periodo, su aporte al crecimiento de los medios de pago fue positivo y solo en dos de ellos contribuyó con la mitad o más de ese crecimiento, como puede deducirse del Gráfico 4.23.

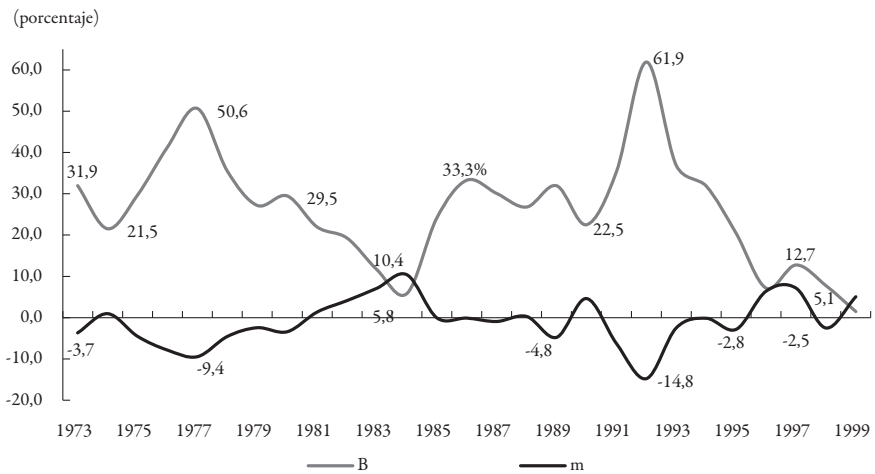
Hasta mediados de 1991 la Junta Monetaria, acorde con el casuismo que guiaba sus determinaciones, hizo un uso intensivo del encaje a veces para intentar controlar el crecimiento de los medios de pago y, en muchos otros casos, para utilizar ese instrumento con el fin de orientar el crédito hacia ciertos sectores de la economía. Esto llevó a la elevación progresiva de los encajes nominales y a la extrema frecuencia con que se variaban esas disposiciones, ya que entre

GRÁFICO 4.22
CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO (PORCENTAJE)
1973-1999



Nota: el primer y último promedio corresponden, respectivamente, a los períodos 1973-1975 y 1996-1999.
 Fuente: Greco (1999); elaboración del autor.

GRÁFICO 4.23
CONTRIBUCIÓN DEL CRECIMIENTO DE LA BASE AL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO
1973-1999

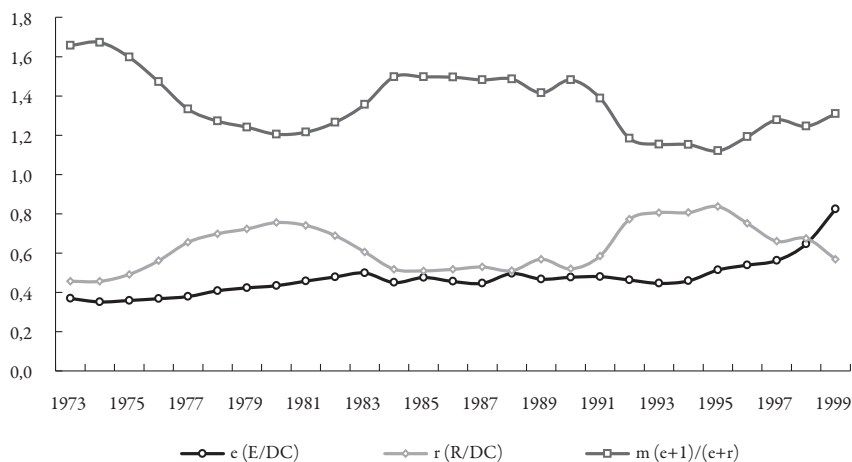


Fuente: Greco (1999); elaboración del autor.

1973 y 1990 no hubo año en que no se tomaran decisiones sobre el encaje, bien para elevarlo o para reducirlo; para señalar una parte de este, podía ser invertido en determinados títulos o estar destinado al otorgamiento de crédito a ciertos sectores; o para reglamentar la fórmula como se contabilizaría el encaje requerido. Esas decisiones fueron las que explican la escasa significación del encaje como instrumento de la política monetaria y, por tanto, lo poco que contribuyó al control de los medios de pago.

Cuantitativamente ese esquema del manejo de los encajes bancarios se reflejó en la forma que muestra el Gráfico 4.24, donde se ve la alta variación que tuvo pues subió entre 1973 y 1980; descendió entre 1981 y 1990; volvió a elevarse casi ininterrumpidamente entre 1991 y 1995; y, luego volvió a caer durante el resto del periodo.

GRÁFICO 4.24
EVOLUCIÓN DEL MULTIPLICADOR Y SUS DETERMINANTES
1973-1999



Fuente: Greco (1999); elaboración del autor.

De esta manera, el crecimiento de los medios de pago quedó determinado por el crecimiento de la base monetaria, que a su vez dependía del vaivén de los cambios en la balanza de pagos ajustada, la financiación monetaria del déficit

fiscal y el crédito interno del Banco de la República. Este último factor no podía ser utilizado como un elemento moderador de ese crecimiento, dados los compromisos institucionales existentes para asignar crédito a ciertas finalidades.

Desde el punto de vista conceptual del manejo de la política monetaria, el mayor crecimiento de la base monetaria, respecto al de los medios de pago, ocurrió porque hasta mediados de 1991 no existió propósito de controlar ese crecimiento, a pesar de que desde los años 1970 se postuló la existencia de una relación estrecha entre el crecimiento de los medios de pago y el del PIB nominal:

Del marco teórico que orienta la acción de la autoridad correspondiente, se desprenden las metas en materia de evolución de las variables monetarias, las cuales se concretan en decisiones como la de escoger un crecimiento de la oferta de dinero compatible con los propósitos de estabilidad. Por ejemplo, para periodos en que el aumento del ingreso real ha sido del 7 % y la tasa de inflación tolerable se ha calculado alrededor de la histórica, entre 8 % y 10 %, la expansión deseada de los medios de pago se ha fijado entre 15 % y 18 %. (Ortega, 1976, p.195)

Sin embargo, a la hora de informar sobre el resultado de la inflación, el examen causal no hacía énfasis en la evolución de los indicadores monetarios y sus determinantes, sino que singularizaba la importancia de los factores de oferta, y en especial la evolución de la producción de alimentos, sobre la inflación.

Por ejemplo, para explicar la inflación en el quinquenio 1971-1975, en el Informe del gerente del Banco de la República a la Junta Directiva de ese último año se consignó lo siguiente:

Las variaciones de precios, según los cuatro grupos en que se desagrega el índice total, indican para el quinquenio comentado que las cotizaciones de los bienes alimenticios superan a las experimentadas por la vivienda, el vestuario y misceláneo, lo cual unido a su alta ponderación en la canasta familiar, 40 % para empleados y 50 % para obreros, determina que los precios de los alimentos sean el factor predominante de la variación del índice total". (Botero de los Ríos, 1975, p.317)

Un análisis similar hizo el gerente del Banco en 1988:

Durante el año comentado se acentuó la tendencia alcista de los precios, al alcanzar el índice al consumidor una variación anual de 28,1 %, tasa superior en 4,1 puntos a la del año anterior. Como causa inmediata de dicha aceleración cabe citar los problemas de abastecimiento de alimentos, originados

en factores climáticos, y cierta rigidez de oferta en algunos sectores de la economía". (Ortega, 1988, p.49)

Aun cuando en ese *Informe del gerente a la Junta Directiva* se anotó también que en una perspectiva de más largo plazo, era preciso reconocer la incidencia del comportamiento monetario por cuanto, en alguna medida, esa variable había tendido a validar las presiones inflacionarias.

Eso, en cuanto a los lineamientos básicos de la política establecida por la Junta Monetaria para el manejo del crecimiento de los medios de pago hasta mediados de 1991.

Para efecto del análisis de esa política después de esa fecha, es preciso distinguir dos subperiodos: el primero va hasta finales de 1996, y el segundo inicia en 1997 y va hasta septiembre de 1999, cuando se eliminó la banda cambiaria como medio de controlar la variación del tipo de cambio nominal y se permitió su libre fluctuación.

Durante el primero de esos subperiodos, la Junta, aun cuando hizo explícita la meta de crecimiento de los precios, fue poco específica sobre cómo esto se alcanzaría. Por el contrario, durante el segundo fijó una meta de inflación y como meta intermedia escogió un agregado monetario, referido inicialmente a la liquidez global de la economía (M3 más bonos) y más adelante lo cambió por la base monetaria.

Como, no sin dificultades, hasta mediados de 1999 el sistema de banda cambiaria facilitó el manejo monetario, ya que las operaciones cambiarias no afectaban diariamente el crecimiento de la base monetaria, ello permitió que ese agregado se escogiera desde fines de 1996 como una meta intermedia de la política monetaria por dos razones. En primer lugar, según la información cuantitativa, su crecimiento mantenía estrecha correspondencia con el nivel de la inflación y, en segundo término, el limitado desarrollo del mercado interbancario llevaba a que la variación de la tasa de interés no mostrara similar resultado.

La escogencia de la base monetaria como meta intermedia, a la luz de los sucesos posteriores, puede verse ahora como parte de un manejo de la política económica que introdujo progresos sucesivos en el manejo de la política monetaria, los cuales incluyeron reformas al sistema de encajes, la creación y profundización del mercado interbancario, mejores indicadores de la inflación, conocimientos sobre las expectativas que sobre ella tienen los agentes económicos, y la producción y difusión de informes para mantener al tanto al Congreso de la República y a la ciudadanía sobre los objetivos y medios de la

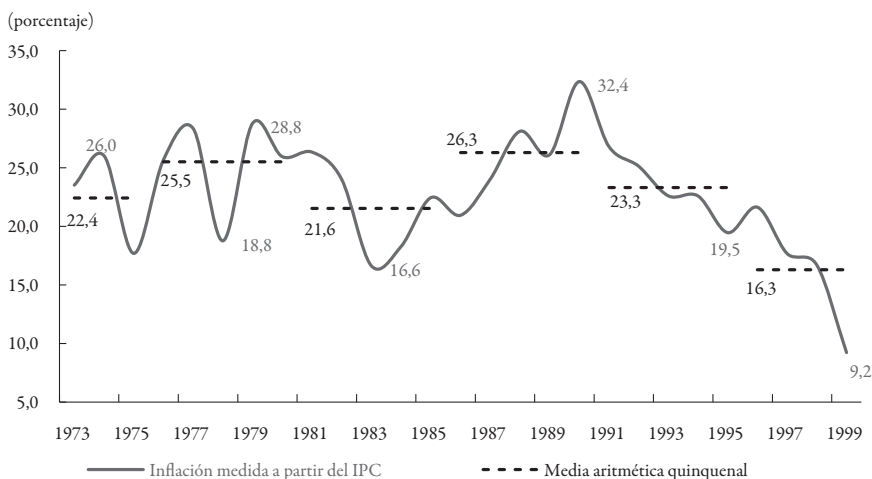
política monetaria, en su propósito de controlar la inflación, según se explica con detalle en la siguiente sección.

Estas decisiones sobre la generación de información cuantitativa hicieron parte del proceso de transición hacia un manejo de la política monetaria de distinta naturaleza al de entonces existente, como se detalla en la sección “Periodo 2000-2022”.

4.6.4 EVOLUCIÓN DEL NIVEL GENERAL DE PRECIOS Y SU RELACIÓN CON EL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO

Como muestra el Cuadro 4.20, el promedio quinquenal de la inflación entre 1973 y 1999 presentó una tendencia a variar, de tal manera que a una subida del fenómeno le siguió un retroceso, y a este, un nuevo ascenso. Patrón que solamente se rompió plenamente de 1996 en adelante, puesto que, si bien la inflación descendió casi de forma continua entre 1991 y 1999, solo en el lapso 1996-1999 el resultado fue inferior al 20%.

GRÁFICO 4.25
INFLACIÓN MEDIDA POR EL IPC
1973-1999



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

Ese patrón en el crecimiento de la inflación se aprecia mejor en el Gráfico 4.25, el cual presenta la evolución anual de la inflación y cuyo examen detenido permite afirmar que después de 1974, cuando la inflación superaba el 25 %, y en especial cuando se acercaba al 30 % anual, se producía una disminución de esta en magnitudes relativamente importantes, como fue el caso entre 1977-1978; 1980-1981; y, 1990-1991. Esto sugiere que, entre 1973 y 1991, el nivel de la inflación que se juzgaba como tolerable se elevó al 25 %, cuando entre 1936 y 1972 ese nivel no superaba el 20%, como ya se indicó en la sección “4.5 Periodo 1936-1972”.

4.6.5 DEBATE SOBRE LA INSTITUCIONALIDAD Y CONTROVERSIAS SOBRE EL MANEJO DE LA POLÍTICA ANTIINFLACIONARIA

Como se señaló al inicio de este capítulo, entre 1973 y 1999 fue permanente el debate sobre la inflación, sus causas y su control. En efecto, en marzo de 1972 la Corporación para el Fomento de la Investigación Económica (CORP)²⁴ organizó un simposio con el fin de debatir las bases y el contenido del Plan Nacional de Desarrollo: Las Cuatro Estrategias, al cual fue invitado como principal conferencista Gustav Ranis, entonces profesor y director del Economic Growth Center, de la Universidad de Yale.

En el evento, el profesor Ranis, a pesar de que elogió la originalidad del Plan, se mostró escéptico sobre las bondades de este, ya que en su opinión no existía claridad sobre las fuentes necesarias para un financiamiento no inflacionario del mismo: “en ausencia de mejor explicación, pienso que no tenemos otra alternativa que continuar preocupándonos del peligro inflacionario que entraña la estrategia propuesta, con respecto a todas las etapas de gastos generadas” (Ranis, 1972, p. 45).

Preocupaciones similares expresaron en el simposio Miguel Urrutia; Guillermo Calvo, entonces profesor en la Universidad de los Andes, y Guillermo Perry, quien era el director de Fedesarrollo, las cuales quedaron consignadas en el libro *Controversias sobre el Plan de Desarrollo*, publicado por la editorial la Oveja Negra en 1972. Aun cuando mucho de esas críticas estuvieron dirigidas a las bases teóricas del Plan, todas ellas enfatizaron el sesgo inflacionario que este

²⁴ Entidad privada que fomentaba la investigación económica en el país, con el apoyo de la Fundación Ford de la cual hacían parte, entre otros, Miguel Urrutia, Eduardo Sarmiento, Guillermo Calvo, Enrique Low Murtra y Antonio Hernández Gamarra.

podía tener. Currie respondió a esas críticas en ese mismo libro, al enfatizar el origen monetario de la inflación en el país.

Todo ello, más el aumento del alza en el nivel de precios en 1972 y 1973, avivó el debate sobre el origen de la inflación y la responsabilidad que sobre su aceleración le podía caber al Plan, o, por el contrario, a la política monetaria seguida por la Junta Monetaria.

Esta última postura, liderada por el profesor Currie, fue la que se expuso en el número de abril-junio de 1973 de la *Revista del DNP*²⁵. Posición que fue reiterada por Hernández-Gamarra (1974), con ocasión del simposio organizado por el DNP y la Sociedad Colombiana de Economistas, cuyos debates se recogieron en el libro *El Plan de desarrollo colombiano en marcha* (Currie, 1974).

Producto de todo ese debate sobre la inflación y sus causas fue también la publicación del libro *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, publicado por el Fondo Cultural Cafetero en 1975, que contó con el respaldo académico de la Universidad de los Andes y Fedesarrollo, y fue editado por Hernando Gómez Otálora, Francisco Ortega y Patricia Sanclemente. Como lo fue que la temática inflacionaria hiciera parte, casi siempre, de la agenda del Simposio del Mercado de Capitales organizado por el Banco de la República y la Asociación Bancaria a lo largo de los años 1970.

Ese debate estuvo presente además en todas las críticas a la composición de la Junta Monetaria atrás anotadas, y en las propuestas que se hicieron para modificarla, de las cuales formó parte como texto sobresaliente un proyecto de ley promovido por Hernando Agudelo Villa en 1982.

Además de ello, y de los debates que tuvieron lugar en el seno de la Asamblea Constituyente, después de 1991 hubo controversias sobre el manejo inflacionario en el Congreso de la República, con ocasión de la discusión del informe presentado en su seno por la Junta Directiva del Banco. De estos últimos debates, algunos fueron en extremo desordenados y faltos de rigor, pero de todas maneras mantuvieron la preocupación por la persistencia del fenómeno inflacionario.

Con posterioridad a la reforma constitucional de 1991, durante la última década del siglo XX, también fueron constantes las críticas al manejo de la política antiinflacionaria de la Junta del Banco por parte de Javier Fernández Riva y Mauricio Cabrera. El primero de ellos fue un constante crítico del manejo que

²⁵ Para total precisión, ese número de la *Revista del DNP* tiene como fecha de edición abril-junio de 1973, pero en realidad circuló a principios de 1974, por lo tanto, en él se pudo hacer alusión al resultado de la inflación en 1973.

la Junta Directiva le dio a la política monetaria, cambiaria y crediticia durante los años 1990, puesto que, según su análisis, permitió que en los primeros años de ese periodo el tipo de cambio real del peso frente al dólar se revaluara fuertemente, lo cual provocó un aumento de las importaciones y, en consecuencia, un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

El manejo de esos efectos recesivos, en opinión de este autor, la Junta lo compensó en ese lapso con una política monetaria expansiva por la amplitud que entonces tuvieron los agregados monetarios, el crédito bancario y la baja en tasa de interés. Estado de cosas que hizo que en 1998 la economía colombiana fuera especialmente vulnerable a la necesaria corrección cambiaria, por que

su excesivo endeudamiento la tornó aún más vulnerable a un gran aumento de las tasas de interés, a una restricción crediticia y a una recesión, las tres cosas que ocurrieron en 1998 y 1999 debido en buena parte a las políticas que se adelantaron para obstaculizar y demorar la corrección cambiaria que el desequilibrio de la balanza de pagos estaba pidiendo a gritos. (Fernández-Riva, 2007, p. 164)

Crítica que concluyó así:

No hay duda, al menos para el autor de este libro, de que en 1998-1999 la autoridad monetaria, después de haber sembrado durante la primera mitad de la década la semilla de la crisis, al generar debilidades estructurales como la revaluación real del peso, un gran déficit de balanza de pagos en cuenta corriente, el agotamiento tributario para financiar el “presupuesto balanceado” y un exceso de deuda de los individuos y las empresas, hizo exactamente lo necesario para desatar una crisis general. La Junta Directiva del Banco de la República estaba bien intencionada y hay que reconocer que no trató de evitar por completo el ajuste cambiario, sino de moderarlo y posponerlo mediante sucesivas correcciones de la banda cambiaria pero, debido a la prioridad que le concedía a la baja de la inflación y a su temor, justificado pero excesivo, de que una devaluación súbita hiciera subir los precios, y a su concepción “neoclásica” del ajuste macroeconómico, esto es, al supuesto de que el ajuste recesivo de la balanza de pagos sería rápido y casi indoloro, hizo exactamente lo que los modelos keynesianos sugieren que debería quien que se propusiera dañar la economía. (Fernández-Riva, 2007, p. 167)

Sin que por ello Fernández-Riva (2007) reconociera a reglón seguido que “la recesión de 1998-1999 [fuera] eficaz para reducir la inflación” (p. 167).

Mauricio Cabrera, de una parte, criticó, por monetarista, el contenido de la Ley 31 de 1991 que desarrolló las normas constitucionales y, de otra, en busca de

analizar cuáles fueron los logros del Banco de la República respecto de su objetivo constitucional del mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda, llegó a la conclusión de que los resultados de la gestión autónoma del Banco fueron desastrosos, porque en la década del noventa Colombia experimentó la más grande inestabilidad en muchos precios relevantes para el buen funcionamiento del sistema económico.

En su entender,

de una manera subjetiva y arbitraria el Banco decidió que la estabilidad de los precios que importaba era la del Índice de Precios al Consumidor (IPC), olvidándose de muchos otros precios esenciales para el buen funcionamiento de la economía, como la tasa de interés o la tasa de cambio. (Cabrera, 2002, p. 1)

Así las cosas, según Cabrera, el mandato constitucional del *mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda* no podía referirse únicamente al IPC,

porque con la moneda también se compran activos financieros y reales, finca raíz, etc. Además, cuando se afirma que la estabilidad de precios es un requisito indispensable para garantizar el crecimiento de largo plazo, se debe hablar de todos los precios del mercado y no solo del IPC. (Cabrera, 2002, p. 1)

4.7 PERIODO 2000-2022

En el periodo comprendido entre el año 2000 y el 2022, la inflación anual promedio ascendió a 5,17 %, equivalente a menos de la mitad de la del periodo 1923-2022²⁶, y a menos de la cuarta parte de la del lapso transcurrido entre 1973 y 1999. Las anualidades de mayor inflación fueron las correspondientes al año 2000 (8,75 %) y 2022 (13,12 %), y se presentó el valor mínimo en 2009 cuando fue del 2 %. A partir de este año se inició en el país un periodo de seis años consecutivos de estabilidad de precios, definido como inflaciones entre 2 % y 4 %. A lo cual debe agregarse que este fue el periodo en el cual la inflación se situó en el nivel de un dígito durante todos los veintitrés años, con excepción de 2022.

²⁶ En esta sección, las cifras del crecimiento del PIB y la tasa de cambio (real y nominal) de 2022 corresponden a las estimadas a septiembre de dicho año.

Este proceso se presentó en medio de un cambio en el manejo de la inflación que, de manera progresiva, llevó a la Junta Directiva del Banco a adoptar el esquema conocido en la literatura económica como *estrategia de inflación objetivo*.

4.7.1 LOS CAMBIOS INSTITUCIONALES QUE HICIERON POSIBLE LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO

La estrategia de inflación objetivo parte de reconocer de manera explícita que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al crecimiento económico es mantener una tasa de inflación baja y estable, por lo cual esa debe ser la finalidad principal de esa política, aun cuando no la única, puesto que, en seguimiento de las normas constitucionales desarrollada por sentencias de la Corte Constitucional, la estabilidad de precios debe inscribirse en el marco de una política macroeconómica que propugne por el crecimiento de la producción nacional y del empleo.

Vista desde lo instrumental, esta estrategia supone el compromiso del Banco Central con el cumplimiento de una meta de inflación, para lo cual la principal herramienta de la política monetaria es el manejo de la tasa de interés. Principio que tiene su sustento al dejar establecido que la tasa de interés es neutral cuando la autoridad monetaria fija el nivel de esa variable, de manera tal que no se generan presiones ni sobre la inflación ni sobre la brecha del producto²⁷; que su nivel es expansivo cuando la tasa de interés es inferior a la tasa neutral; y contractiva en caso contrario.

Cuando así se esquematiza el manejo de la estrategia de inflación objetivo, se puede llegar a pensar que el inicio de su implementación en Colombia fue en extremo simple y de fácil aplicación. Manera de entender esa política que deja por fuera de su cabal comprensión el entendimiento de las características fundamentales que subyacen detrás del proceso, las cuales –cuando se toman en cuenta las condiciones de la institucionalidad de la política económica en Colombia a finales del siglo XX– incluyeron: a) la flexibilidad cambiaria, como condición necesaria para un mejor control sobre la variación de los agregados monetarios; b) la existencia y profundización de un mercado interbancario, como condición *sine qua non* para que la tasa de interés de intervención del Banco de la República pudiese convertirse en el principal instrumento de la política monetaria; y c) la

²⁷ Entendiendo por tal la diferencia entre el producto potencial máximo que puede producir la economía y el producto observado.

obtención de información y el desarrollo de modelos estadísticos para entender el mecanismo de transmisión de la tasa de interés del Banco a la producción y los precios, y predecir con precisión también el nivel futuro de la tasa de inflación y de la brecha del producto, como prerequisite indispensable para compartir con los mercados y la ciudadanía la información cuantitativa que le diese sostén y credibilidad a los propósitos y fines de la política monetaria.

Por consiguiente, para entender cómo fue que la Junta Directiva del Banco llegó a instituir la estrategia de inflación objetivo en Colombia es preciso conocer cómo se llegó a la flexibilidad cambiaria, cómo se perfeccionó el funcionamiento del mercado interbancario y cuáles fueron las acciones que se ejecutaron para que esa estrategia fuera creíble, en sus métodos y en sus resultados, por parte de los agentes que interactúan en el mercado y la ciudadanía en general.

En lo que respecta a la flexibilidad cambiaria, a fines de septiembre de 1999 se configuró un panorama que hizo insostenible el manejo de la banda cambiaria, pese a los diversos cambios que, en su nivel, su pendiente y su amplitud, introdujo la Junta durante el tiempo que ella estuvo vigente entre el 24 de enero de 1994 y el 25 de septiembre de 1999. Insostenibilidad que obligó a su abandono por decisión unánime de la Junta²⁸ en esa última fecha, previo un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) que se venía gestando desde julio de 1999.

La génesis de esa decisión y las razones que la sustentaron fueron detenidamente expuestas en el *Informe adicional de la Junta Directiva al Congreso de la República*:

La idea central del documento es que la liberación definitiva de la tasa de cambio requería de un conjunto de condiciones previas que garantizaran la estabilidad macroeconómica y la efectividad del buen funcionamiento del nuevo sistema cambiario. En particular, se argumenta que hasta hace poco la economía colombiana no cumplía con esos requerimientos por los fuertes desequilibrios macroeconómicos que registraba, la situación de incertidumbre asociada a la crisis económica internacional y el riesgo de tener una política monetaria en un ambiente de devaluación incontrolada y dominada por un desequilibrio creciente de las finanzas públicas y con deficiencias en el financiamiento del déficit fiscal. La liberación total de la tasa de cambio en esas condiciones habría llevado a episodios especulativos

²⁸ Pese a esa unanimidad, los codirectores Luis Bernardo Flórez Enciso y Antonio Hernández Gamarra aclararon su voto para dejar constancia de los antecedentes de la decisión en los términos que quedaron consignados en el acta del 25 de septiembre y fueron publicados en el número 864 de la *Revista del Banco de la República*, de octubre de 1999.

fuertes, con una presión alcista sobre las tasas de interés mayor que la requerida para mantener la banda cambiaria, efectos recesivos sobre la actividad económica y graves riesgos de un retroceso injustificado en el proceso de control inflacionario. Todo esto habría concentrado buena parte del ajuste en los grupos sociales más débiles y comprometido el crecimiento económico en el largo plazo. (Junta Directiva del Banco de la República, 1999a, pp. 5-6)

Proseguía el referido documento al señalar que, para la fecha en que se adoptó la decisión, la información existente permitía prever una transición tranquila hacia el régimen de libertad cambiaria. La información incluía, principalmente, la reducción del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, y por tanto, la no existencia de un gran exceso de demanda por cambio exterior; la devaluación de la tasa de cambio real en los dos últimos años; la reducción de la inflación; y el acuerdo con el FMI que posibilitaría aumentar la oferta de cambio exterior, al facilitar el acceso del país a recursos internacionales de crédito de ser ello necesario.

En el mencionado *Informe adicional*, también se documentaron el proceso y los cambios que a lo largo de la existencia de la banda cambiaria se les hicieron a sus parámetros. De los cuales también se informa, en un lenguaje menos técnico, en el libro *Junta Directiva del Banco de la República: grandes episodios en 30 años de historia* (Valencia, 2021).

Dado que la Constitución de 1991 había limitado severamente la posibilidad del endeudamiento del sector público con el Banco de la República, y extinguido su crédito a los sectores privados no bancarios, la flexibilidad cambiaria era la condición faltante que se requería para que el Banco de la República tuviera mayor control sobre los agregados monetarios y potenciara a plenitud el ejercicio de sus funciones como prestamista de última instancia.

Sin embargo, para que esto último ocurriera se requería que existiera un mercado al cual los intermediarios financieros concurrieran día tras día con el fin de ofrecer sus excesos de liquidez, o a demandar los recursos necesarios para completar sus faltantes de esta, a un precio que fuera resultado pleno del exceso total de oferta o de demanda. Sin la existencia de ese mercado resultaba imposible saber cuál era el nivel de ese precio, y tampoco era factible establecer cuándo y cómo el Banco debía cumplir sus funciones de prestamista de última instancia para el sistema financiero como un todo. Por el contrario, la existencia de ese mercado, funcionando en condiciones competitivas, le informaría al Banco si debía ser oferente de liquidez, o demandante de ella, para validar la tasa de interés de equilibrio.

Sin embargo, el hecho es que antes de 1999 en Colombia no existía un mercado con esas características, porque hasta mediados de 1991 la oferta de reservas bancarias podía variar vía las reservas internacionales o el crédito interno del Banco de la República prácticamente sin control alguno, como se documentó en la sección “4.6 Periodo 1973-1999”; y aun cuando después de 1991 se eliminó la financiación monetaria del déficit fiscal por parte del Banco de la República y la de los agentes privados no bancarios, el esquema de banda cambiaria posibilitaba variaciones en las reservas bancarias cuando el Banco tenía que intervenir para mantener la tasa de cambio en el rango establecido en ella.

Es decir, en síntesis, no había un control pleno de la oferta de reservas bancarias, pues ellas podían cambiar al vaivén con que variaba la base monetaria y, por consiguiente, resultaba difícil que el mercado interbancario funcionara en condiciones competitivas. A esta realidad se sumaba que, durante algunos periodos, el Banco actuó, al tiempo, como oferente y demandante de liquidez a corto plazo.

Si eso sucedía en cuanto al canal de oferta en ese mercado, una situación de similar incertidumbre se presentaba por el lado de la demanda; pues si bien en su monto agregado ella estaba determinada por el coeficiente promedio de reservas de encaje y por el total de los pasivos sujetos a ese requisito, dicho promedio resultaba en extremo variable, por cuanto dependía de la composición de los pasivos sujetos a encaje y de los respectivos coeficientes de encajes requeridos que eran en extremo disímiles.

Es decir, como hasta 1997 eran distintos los coeficientes de encaje para los depósitos en cuenta corriente, los pasivos fiduciarios, las aceptaciones bancarias, los CDT, las cédulas hipotecarias, los depósitos de ahorro, las cuentas de ahorro de valor constante y los compromisos de recompra de cartera negociada (Hernández-Gamarra y Tolosa-Buitrago, 2001), los cambios en la composición de sus pasivos que tuvieran los intermediarios financieros afectaban la demanda por reservas de cada uno de ellos y, por ende, era incierto el valor de la demanda total por reservas en el mercado interbancario. Incertidumbre a la que se agregaba, hasta mediados de 1991, el hecho de que cuando algunas de las instituciones financieras prestaban para determinados fines o invertían en ciertos títulos podían reducir sus encajes requeridos.

De esta descripción, de la cual se presenta un detallado informe en Hernández-Gamarra y Tolosa-Buitrago (2001), se puede concluir que hasta 1999 para sus operaciones del día a día el sistema financiero no contaba con un mercado

transparente en el cual liquidar, vía precio, los excesos de oferta o demanda que se presentaran.

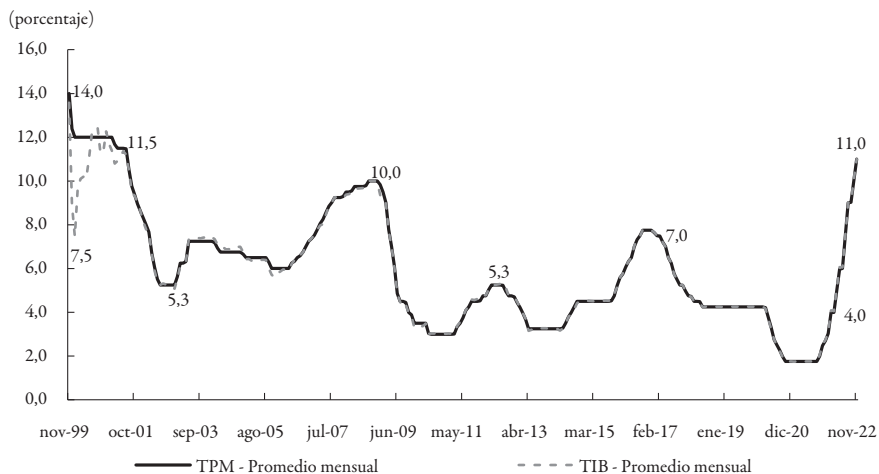
Para remediar esas carencias, desde el lado de la oferta se flexibilizó el manejo cambiario y, en lo correspondiente a la demanda, se introdujeron de manera progresiva reformas al sistema de los encajes requeridos y presentados que permitieron conocer con una anticipación de tres semanas cuales serían las necesidades de reservas de cada uno de los intermediarios financieros y del sistema como un todo. Para esto fue preciso eliminar las inversiones y préstamos computables como encaje; homogenizar los coeficientes de encajes aplicables a distintos pasivos; unificar las fechas para la presentación de los encajes requeridos a todos los intermediarios; establecer procedimientos uniformes para el cómputo del encaje requerido y el presentado; reglamentar los apoyos de liquidez en caso de que un intermediario individual no pudiera satisfacer sus necesidades en el mercado interbancario; y establecer reglas precisas sobre cómo y cuándo el Banco actuaría como prestamista de última instancia, las bases de lo cual quedaron establecidas en la resolución interna número 1 de 2001. Mediante esta se establecieron las autoridades que al interior del Banco determinarían las reglas para su intervención en el mercado monetario y cambiario, y la fijación del volumen de los recursos que el Banco inyectaría o sustraería del mercado, para lo cual quedaron facultadas para fijar, siguiendo los lineamientos establecidos por la Junta, los montos de los Repos y las OMA.

Todo eso con el propósito de que ni los cambios en la estructura de los pasivos entre intermediarios financieros, ni la naturaleza jurídica de ellos, ni tampoco la naturaleza jurídica de los depósitos²⁹, afectara significativamente la demanda por reservas bancarias; y, así, poder determinar, de manera precisa, la sustracción o ampliación de la oferta de ellas.

Esos cambios operativos en las reglas para la conformación de la oferta y la demanda de reservas bancarias fueron los que hicieron posible el funcionamiento del mercado interbancario, y que llevaron a que el Banco pueda tener hoy la tasa de interés como el instrumento por excelencia de la política monetaria, porque ella es en primer término un referente del precio en el mercado interbancario, como muestra el Gráfico 4.26.

²⁹ Durante mucho tiempo el encaje aplicable a los depósitos oficiales fue distinto del de los depósitos de particulares, como lo fue también el requerido para los depósitos judiciales.

GRÁFICO 4.26
TASA DE POLÍTICA MONETARIA VS. TASA INTERBANCARIA
2000-2022



Fuente: Banco de la República (2023).

Pasando ahora a la tercera condición necesaria para el establecimiento de la estrategia de inflación objetivo, es necesario dar cuenta de las acciones desarrolladas, las medidas adoptadas y los procedimientos utilizados para ganarse la credibilidad de los mercados y de la ciudadanía en general. Lo cual empieza por señalar que para alcanzar ese logro era indispensable que primero el equipo técnico la tuviera al interior del Banco a la hora de hacer pronósticos sobre la inflación futura, y de explicar los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Sobre todo esto se hace aquí una breve mención, siguiendo parcialmente los lineamientos desarrollados por Gómez-Restrepo, Uribe y Vargas-Herrera (2017), acerca del mejor indicador que se debía utilizar para hacer pública la meta de inflación; el horizonte temporal que ella debía tener; si la misma debía tener un valor único o estar constituida por un rango; la formulación y validación de los modelos predictivos de la inflación futura; los mecanismos de transmisión de la política monetaria; y la producción y divulgación de los documentos contentivos de la información.

Para empezar, era necesario tener claro cuál sería el indicador de la inflación que se comunicaría a la sociedad como compromiso de la Junta Directiva del Banco en su lucha antiinflacionaria. Definición a la que se llegó luego de un amplio proceso analítico que terminó por definir que para efectos de la información pública se utilizaría la inflación medida por el IPC, sin ninguna modificación de ella, lo cual obedeció a que ese indicador es el “más conocido, mejor comprendido [y] por consiguiente su uso facilita la comunicación con el público acerca del objetivo primario de la política monetaria” (Gómez-Restrepo, Uribe y Vargas-Herrera, 2017). A lo cual se agregó que el índice así escogido es al que usualmente se ligan los salarios, los arriendos y los contratos financieros, entre otros precios.

Esa decisión no significó, sin embargo, que ese fuera el único indicador para evaluar la evolución del proceso inflacionario. La Junta decidió analizar otros indicadores, en línea con la literatura económica que pone de presente la necesidad de evitar los riesgos de información contenida en el IPC por choques circunstanciales de oferta, principalmente de alimentos o de precios controlados, que pueden afectar el nivel de ese indicador sin que ello sea una manifestación de un proceso inflacionario. Por eso, la Junta analiza además indicadores de inflación básica y en ocasiones ha tomado decisiones basándose en los resultados que ellos muestran, aun si son contrarios a los que señala el IPC.

En cuanto al horizonte futuro para anunciar la meta de inflación, hasta 1999 usualmente ello se hacía solo por un año, pero de allí en adelante los anuncios se han hecho para un periodo de dos años consecutivos, siendo el primero de ellos el que sigue a la fecha en que se informa el hecho a la ciudadanía. También al inicio la meta se anunciaba como un valor único, pero a partir de 2010 el nivel de la inflación futura se anunció por medio de un rango y su punto medio, haciendo explícito que las variaciones de la inflación a muy corto plazo no son controlables, ni es deseable que ello sea así.

En lo relativo a los documentos que contuvieron datos y mensajes para informar a los mercados, y a la opinión pública en general, son de destacar el concerniente a la necesidad de reducir la inflación y cómo lograrlo; las explicaciones sobre la estrategia de política monetaria en el primer semestre del año 2000, luego de la caída de la actividad económica el año anterior; la producción y difusión del *Informe sobre inflación*; la introducción de mejoras también progresivas en el *Informe al Congreso de la República* que la Junta debía presentar dos

veces al año, y la producción y difusión de distintos informes sobre la estabilidad del sistema financiero y del sistema de pago.

Sobre la necesidad de reducir la inflación y cómo lograrlo, Miguel Urrutia (1998a), en el editorial de la *Revista del Banco de la República* mayo de 1998, informó que se había celebrado un seminario internacional sobre esas materias, pues era urgente conocer y debatir más sobre el tema, dado el adormecimiento de la conciencia nacional sobre los costos de la inflación y la manera de reducirla, debido a que esos costos sin mayores estudios se juzgaban bajos mientras que a su reducción se le atribuía un alto costo.

Seminario que, organizado conjuntamente por el Banco Mundial y el Banco de la República, analizó aspectos teóricos del problema; algunas experiencias internacionales de reducción de la inflación, incluidos los casos de Israel, Irlanda, Chile y Nueva Zelanda; y las lecciones que de ellos se podían sacar para Colombia.

A pesar de que en ese informe Urrutia, siguiendo los resultados de esos análisis, no presentó conclusiones sencillas, y menos unidireccionales, para reducir la inflación en el país, sí puso de presente la necesidad de la coherencia de la política monetaria, cambiaria y crediticia; no acomodar los choques externos y mantener la independencia ante las presiones políticas; la reducción del déficit fiscal por su elevada significación y por la sobrecarga que le estaba poniendo a la política monetaria; la desindexación salarial; la declaración explícita de la inflación como objetivo único de la política monetaria o su priorización en caso de que se tuviese más de un objetivo.

Según esas conclusiones del seminario, nada fácil sería alcanzar la desinflación en Colombia, aun cuando otros principios rectores sí quedaron claramente establecidos:

- Así como se considera inaceptable una inflación superior al 30%, debe lograr crearse la conciencia de que es inaceptable e insostenible en el mediano plazo una inflación superior a un dígito.
- La independencia del Banco de la República no garantiza que la inflación se reduzca. La credibilidad no se gana con una ley; solo se logra con políticas coherentes y con resultados. Pero esta independencia sí es condición indispensable para que estas políticas se pongan en marcha y se mantengan.

- Puede ser conveniente revisar la velocidad del ajuste hacia una inflación de un dígito. Una estrategia más dinámica, que ponga en marcha un programa coherente, puede contribuir a modificar las expectativas. (Urrutia, 1998b, p. 23)

En cuanto a la estrategia de política monetaria, en la nota editorial de octubre de 2000, Urrutia informó sobre los principales aspectos que se tuvieron en cuenta para determinarla, y las decisiones que se habían venido tomando para garantizar el cumplimiento de las metas establecidas por la Junta. Enfatizaba en la flexibilidad de la política monetaria, las metas que esta tenía y cómo se había avanzado para adoptar una meta monetaria flexible. Este informe lo amplió en la nota editorial de la *Revista del Banco de la República* de mayo de 2002 (Urrutia, 2002).

De esta información queda claro que la adopción de la estrategia de inflación objetivo en Colombia fue gradual, pues las decisiones operativas que exigían su puesta en funcionamiento se tomaron de manera progresiva; por tanto, fue ajena a la Junta la intención de reivindicar una visión adánica sobre su puesta en marcha.

Esa gradualidad temporal en la puesta en marcha de la estrategia también fue documentada por Leonardo Villar (2017), quien destacó las contribuciones que al respecto hizo José Darío Uribe, tanto en su condición de funcionario del área técnica del Banco, como más adelante al actuar como su gerente.

La gradualidad operativa de la estrategia estuvo referida tanto al manejo cambiario como a las variaciones de la tasa de interés. En lo cambiario, quedó establecido que, sin buscar fijar ni alcanzar una tasa de cambio, el Banco podría intervenir esporádicamente en el mercado, mediante la compra o venta de *divisas* para, según las circunstancias,

- 1) incrementar el nivel de reservas internacionales para reducir la vulnerabilidad de la economía frente a choques externos y facilitar los pagos del país en el exterior; 2) mitigar apreciaciones o depreciaciones injustificadas que pongan en peligro la meta de inflación y la estabilidad financiera, y 3) inyectar liquidez con el fin de velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos de la economía. (Uribe, 2016, p. 13)

Por lo que respecta a la gradualidad operativa del manejo de la tasa de interés, será considerada cuando más adelante se dé cuenta del manejo anticíclico de la política monetaria.

A lo cual se debe añadir que, en su sesión de mayo de 2007, la Junta Directiva del Banco estableció un encaje marginal sobre los depósitos de los establecimientos de crédito, un depósito al endeudamiento externo y un límite a la posición de las operaciones de derivados de los intermediarios del mercado cambiario.

Esa gradualidad conceptual de la estrategia se fortaleció, aún más, cuando se adoptó su flexibilización al introducir el denominado

esquema de inflación objetivo ampliado (*inflation targeting plus*), en el cual las autoridades económicas buscan evitar la formación de burbujas, porque cuando estas estallan causan traumatismos considerables y los bancos centrales pierden el control de sus economías. [...] [El Banco] se apartó del esquema de inflación puro, según el cual la política monetaria debía concentrarse exclusivamente en la estabilidad del producto y de los precios de los bienes y servicios, sin darle importancia a la evolución de los precios de los activos y el endeudamiento más allá de las implicaciones que pudieran tener sobre los objetivos primarios de precios y producto”. (Uribe, 2009, p. 6-4)

Por lo que hace al *Informe sobre inflación*, desde 1995 el equipo técnico del Banco empezó a desarrollar modelos para proyectarla y empezó a producir, con destino a la Junta, pero no al público en general, un texto que contenía ese análisis. Informe que luego de sucesivas mejoras se dio a la luz por primera vez en enero de 1999 y en el que se señaló lo siguiente:

Con el fin de tener unos términos de referencia para las decisiones de política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República hace periódicamente un análisis detallado de los resultados de la inflación, de los agregados monetarios y de otras variables de la economía. [...] La Junta ha decidido, a partir de ahora, hacer público cada trimestre el documento que utiliza como base para este análisis con el fin de que se conozca ampliamente los elementos de juicio utilizados para la toma de decisiones en materia de política monetaria. (Junta Directiva del Banco de la República, 1999b, p. 2)

Luego se añadió que ese Informe “servirá para comunicar a la opinión pública cuándo y por qué razones es necesario modificar el rumbo de la política” (p. 2).

El *Informe* se publicó desde entonces ininterrumpidamente cada trimestre con ese nombre hasta octubre de 2019, cuando empezó a llamarse Informe de Política Monetaria y se enfocó en explicar con mayor detalle los supuestos sobre la coyuntura (Echavarría, 2020).

La publicación de ese Informe ha sido soporte fundamental de la credibilidad que ha ganado la Junta a lo largo de los años, a la hora de anunciar las metas de inflación, la situación económica general del país, o de explicar las razones por las cuales se mantiene o se modifica la política monetaria.

En cuanto al *Informe de la Junta al Congreso de la República*, este varió, en su concepción y contenido, cuando dejó de ser considerado un requisito formal, con breve documentación y con tendencia a subrayar la argumentación técnica, y pasó a contener explicaciones detalladas sobre los fenómenos propios de su objeto, al juzgar sin menosprecio esa tarea, y al facilitarla como medio para que la ciudadanía cercana al Congreso de la República se interesara por conocer de primera mano los propósitos de la política monetaria, cambiaria y crediticia, los instrumentos con que contaba la Junta para alcanzar esas finalidades, las limitaciones existentes para ello y, más importante aún, el costo económico y social de las políticas alternativas. Sin que esa valoración del papel del Congreso desconociera que, en ocasiones, algunos congresistas tenían escaso rigor en sus intervenciones y exponían argumentos que se acercaban al populismo.

Finalmente, una decisión que le ayudó a la Junta a ganar credibilidad para sus propósitos, sus políticas y sus decisiones, fue la ampliación del tiempo transcurrido entre sus sesiones, al acordarse que estas se celebrarían usualmente solo una vez al mes, y no semanalmente, como fue la usanza a comienzos de entrar en operación la nueva Junta del Banco en 1991, y durante todo el periodo de la Junta Monetaria. Organismo este último que, tras cada una de esas reuniones, producía al menos una resolución con modificaciones sobre las normas o procedimientos bajo las cuales operaba la política monetaria, cambiaria o crediticia, con la incertidumbre que ello producía en el funcionamiento de los mercados³⁰.

La transparencia sobre la periodicidad de las reuniones de la Junta se incrementó progresivamente al estar referida no solamente a las fechas de las reuniones, sino al proceso de toma de decisiones en ellas y su difusión. Sobre todo esto se informó, luego de la reunión de octubre de 2019, en los siguientes términos:

La JDBR se reúne una vez al mes, pero solo en ocho meses sesiona de forma ordinaria para tomar decisiones de PM (enero, marzo, abril, junio, julio,

³⁰ Según se concluye en Hernández-Gamarra y Jaramillo-Echeverri (2017, p. 270) en los casi 27 años de su existencia, la Junta Monetaria sesionó en promedio una vez por semana y emitió 1,74 resoluciones por sesión.

septiembre, octubre y diciembre). En los cuatro meses restantes (febrero, mayo, agosto y noviembre) no se toman, en principio, decisiones de este tipo³¹. Al finalizar las Juntas donde se toman decisiones de PM, se publica un comunicado y se hace una rueda de prensa a cargo del gerente general del Banco y el ministro de Hacienda. El segundo día hábil siguiente a la reunión se publican las minutas de la Junta, donde se describen las posturas que llevaron a adoptar la decisión. Adicionalmente, el día hábil siguiente a la Junta, en enero, abril, julio y octubre, se publica el *Informe de Política Monetaria (IPM)*³² realizado por el equipo técnico del Banco: el miércoles de la semana siguiente a la Junta el gerente general aclara inquietudes sobre las minutas y el gerente técnico del Banco presenta el *IPM*. Este esquema de comunicación busca entregar información relevante y actualizada que contribuya a la toma de mejores decisiones por parte de los agentes de la economía³³. (Banco de la República, 2019, p. 35)

4.7.2 ENTORNO MACROECONÓMICO

En el periodo 2000-2022, el entorno macroeconómico colombiano se caracterizó por un crecimiento muy variable del PIB, una creciente acumulación de disponibilidades de cambio exterior, resultados fiscales deficitarios financiados en lo fundamental por el endeudamiento externo y una política monetaria cuyo propósito primordial fue el control de la inflación, al tiempo que se prestó atención explícita al crecimiento de la economía.

Estas características básicas del entorno macroeconómico del periodo 2000-2022, en cuanto a la inestabilidad del crecimiento y el desbalance fiscal, lo asemejan al lapso 1973-1999, mientras que lo diferencian de este la no caída pronunciada en las reservas internacionales y la clara definición que sobre sus objetivos tuvo la política monetaria durante todo el periodo.

³¹ Un miembro de la Junta puede solicitar en cualquier momento una reunión extraordinaria para tomar decisiones de PM.

³² Antes conocido como *Informe sobre Inflación*.

³³ El actual esquema de comunicación fue aprobado por la JDBR en la reunión de agosto de 2019.

4.7.2.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO

La viabilidad en la tasa de crecimiento económico obedeció, en lo fundamental, a los cambios que presentaron los precios de los hidrocarburos³⁴ que, desde la mitad de los años 1980, empezaron a crecer su significación en las exportaciones totales del país, desplazando sistemáticamente al café como el principal producto exportador de la economía colombiana, como se puede ver en el Gráfico 4.27.

Esta tendencia del crecimiento económico se vio afectada también por los grandes eventos internacionales que afectaron la economía mundial durante 2008 y 2020. Elementos todos ellos que se buscó morigerar a través de una política monetaria manifiestamente contracíclica, y que son los que en conjunto explican las cifras del crecimiento anual que muestra el Cuadro 4.21.

El primer periodo tiene seis años debido a que incluye el año 2000, y porque esa anualidad se excluyó del quinquenio 1996-2000. A su vez el periodo 2016-2019 tiene solo cuatro años, debido a lo atípico de 2020, que distorsiona tanto el promedio de la inflación como del crecimiento económico y que por esas razones se presenta separadamente.

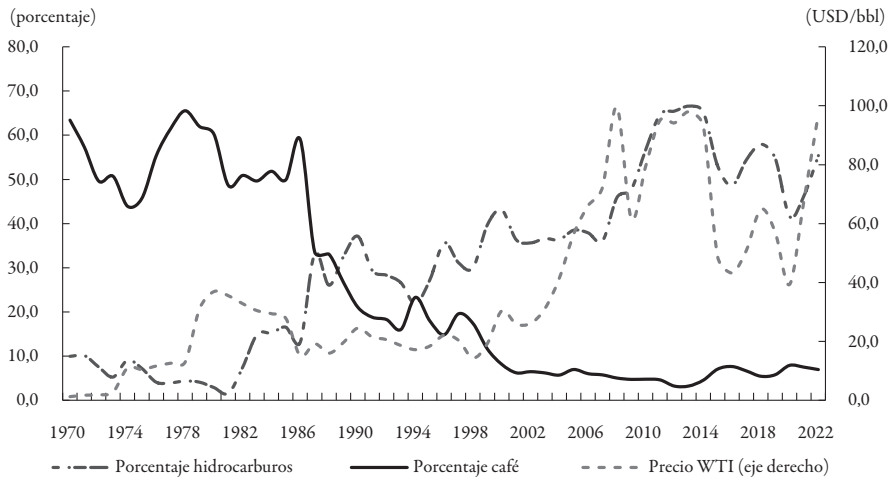
Al inicio del siglo XXI, luego del retroceso de la producción nacional que tuvo lugar en 1999, los cuatro primeros años (especialmente 2001 y 2002) fueron de lento crecimiento, fenómeno que se empezó a reversar en 2004 y se prolongó hasta 2008 en medio de fuertes entradas de capital y de elevados precios del petróleo, como se muestra en el Gráfico 4.27.

El auge se detuvo en 2009 cuando, en medio de la crisis financiera global, la economía colombiana expandió su PIB en 1,1 %. Una vez que empezó a ceder la crisis mundial y volvieron a aumentar los precios de los hidrocarburos, la economía nacional creció a un promedio del 4,7 % en el quinquenio 2011-2015, ritmo que se detuvo a mediados de 2014 por la fuerte caída de los precios internacionales del petróleo, y con leves fluctuaciones se prolongó hasta el año 2019.

En virtud de una nueva escalada en los precios de los hidrocarburos en los dos primeros meses de 2020, la economía empezó a recuperar su ritmo de crecimiento, el cual se detuvo desde cuando se sintieron los efectos de la pandemia provocada por el covid-19 que produjo el mayor retroceso del PIB en la historia nacional (-7,0 %). Tendencia que, como era esperable, se revirtió en 2021 cuando cedió la pandemia y que se ha prolongado durante

³⁴ Por brevedad, se incluyen dentro de los hidrocarburos al carbón y al petróleo y sus derivados.

GRÁFICO 4.27
PARTICIPACIÓN DEL CAFÉ Y LOS HIDROCARBUROS EN EL TOTAL DE EXPORTACIONES
Y PRECIO DEL PETRÓLEO
1970-2022



Fuente: Banco de la República (2023) y Banco Mundial (2023).

CUADRO 4.21
CRECIMIENTO DEL PIB
(PORCENTAJE)

PERÍODOS	PROMEDIO ANUAL
2000- 2005	3,5
2006-2010	4,5
2011- 2015	4,7
2016- 2019	2,3
2020	-7,0
2021	10,7
2022	7,5

Fuente: Banco de la República (2023); elaboración del autor.

2022, años estos dos últimos en los cuales los resultados del crecimiento económico han sido bastante altos (10,6 % y 7,5 %, respectivamente), dada

la baja cifra de comparación para 2021 y la rápida expansión de la demanda agregada en 2022.

La marcada influencia de los precios de los hidrocarburos en el crecimiento de la economía nacional se ha manifestado vía los términos de intercambio; el incremento de la demanda por exportaciones colombianas hacia Venezuela³⁵ y Ecuador, por ser esas economías vecinas también exportadoras de petróleo; la mayor capacidad de gasto del sector público, que ve incrementado sus ingresos cuando suben los precios de los hidrocarburos por el aumento de las regalías, del impuesto de renta de las compañías minero-energéticas y de las utilidades que directamente recibe el Gobierno Nacional de Ecopetrol; y por las facilidades que el fenómeno produce en la entrada de capitales provenientes del exterior a través de la mayor inversión directa de esas compañías y de la mayor credibilidad sobre la capacidad de pago de Colombia, tanto por parte de los agentes privados como del Gobierno.

Desde luego, cuando se produce una caída en los precios de los hidrocarburos se manifiestan tendencias negativas en la demanda agregada y en el crecimiento económico por todos esos factores.

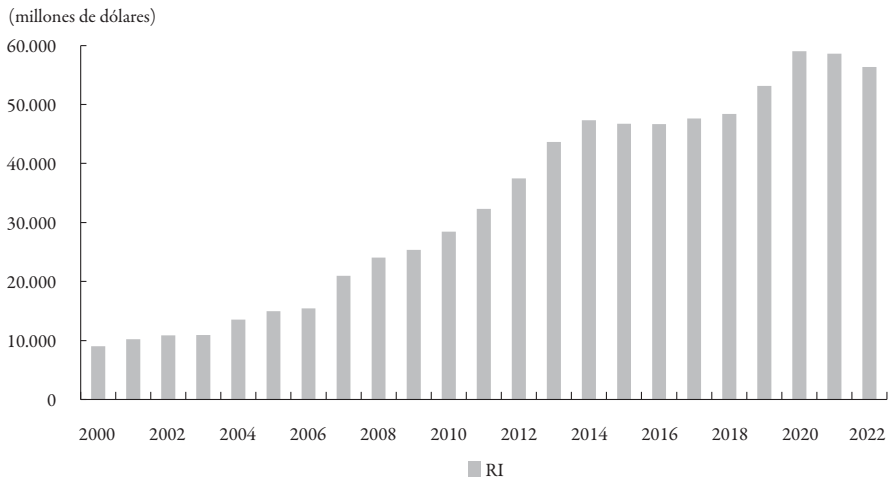
Aun cuando fenómenos con parecidas aristas se presentaban cuando el café constituía el principal producto de exportación colombiano, ahora, cuando en las exportaciones priman los hidrocarburos, esos hechos se agudizan por la significación que las exportaciones de petróleo tienen en las economías vecinas; por su mayor impacto sobre el gasto público; y por la relativa mayor frecuencia que las variaciones de sus precios han tenido durante los últimos veinte años.

4.7.2.2 EVOLUCIÓN DE LAS DISPONIBILIDADES DE CAMBIO EXTERIOR

Las disponibilidades de cambio exterior, medidas por las reservas internacionales, tuvieron durante el periodo 2000-2022 un continuo ascenso con excepción de los años 2015 y 2022, según se aprecia en el Gráfico 4.28.

³⁵ Antes de que se deterioraran las relaciones diplomáticas con este país en 2018.

GRÁFICO 4.28
EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES
2000-2022



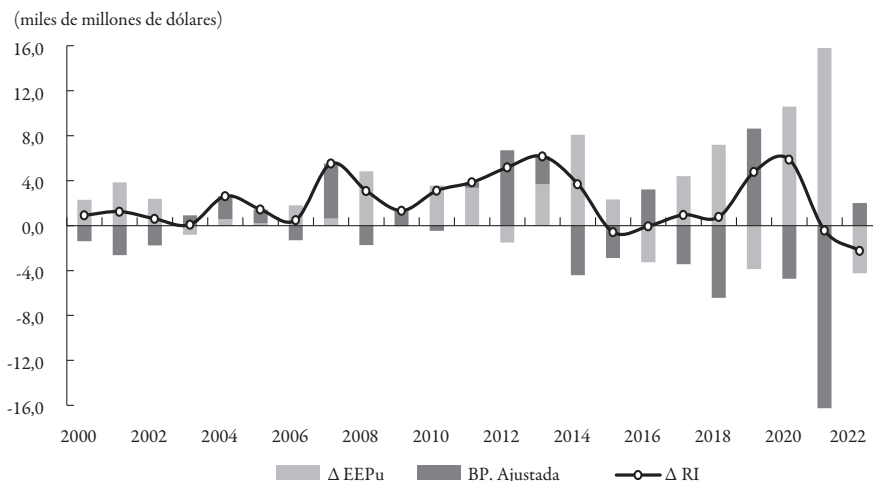
Nota: los valores de 2022 corresponden a los reportados a septiembre de 2022.

Fuente: Banco de la República (2022).

Según se observa en dicho gráfico, luego de un leve retroceso en 2015, las reservas internacionales permanecieron prácticamente constantes hasta 2018, para luego iniciar un nuevo ascenso hasta 2021 y presentar una caída también muy moderada hasta septiembre de 2022.

Dichas variaciones tuvieron soporte casi constante en el incremento del endeudamiento del sector público, pues esa variable creció en dieciocho de los veintitrés años del periodo, mientras que la balanza de pagos ajustada fue superavitaria únicamente en doce de ellos, sin que en los once restantes el déficit que se manifestó en ella fuera superior al valor positivo del endeudamiento público, como se observa en el Gráfico 4.29. Es de anotar que, además, al resultado de la balanza de pagos ajustada contribuyó positivamente, de manera continua, el incremento en el endeudamiento externo privado, según se constata en las cifras correspondientes a esta, a final del texto.

GRÁFICO 4.29
VARIACIÓN EN LAS RESERVAS INTERNACIONALES Y SUS DETERMINANTES
2000-2022



Nota: los datos para 2022 son contruidos a partir de la información disponible a agosto de 2022.

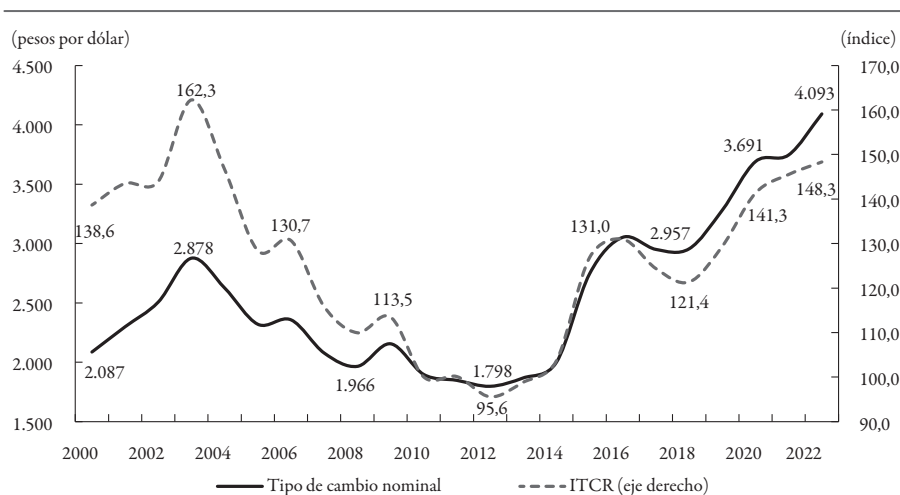
Fuente: Anexo 2.

Por lo que respecta al resultado fiscal, como ha sido usual a lo largo del último siglo, se presentó un continuo déficit financiado mediante emisión monetaria, solo que en este periodo ello se debió al ya mencionado endeudamiento externo y no al crédito del Banco de la República al Gobierno³⁶. Aun cuando el tamaño del déficit fue especialmente notorio en medio del aumento del gasto que tuvo lugar en 2020, para tratar de mitigar los efectos de la pandemia, lo cual llevó al Gobierno a hacer uso de la ampliación de la línea de crédito flexible del FMI en cuantía cercana a los USD 5400 millones en diciembre de 2020, y a la colocación de títulos de deuda pública en el mercado interno, parte de los cuales fueron adquiridos en el mercado secundario por el Banco de la República.

³⁶ Sin embargo, como se explica en el Anexo 4.2, contablemente a partir del año 2000 cambió el comportamiento del crédito neto a la Tesorería, ya que esa variable se contabiliza como el neto de los activos que el Banco tiene provenientes del Gobierno nacional, que hoy en día son fundamentalmente TES, y los pasivos que el Banco tiene con el Gobierno, que son principalmente sus depósitos en el Banco.

Finalmente, en lo concerniente al entorno macroeconómico, el Gráfico 4.30 muestra la evolución de la tasa de cambio (nominal y real). Esta se devaluó entre los años 2000 y 2003, de manera atípica se revaluó desde ese último año hasta 2008 y también entre 2010 y 2013, en medio de la abundancia de las disponibilidades de cambio exterior a que dio lugar el aumento de los precios de los hidrocarburos en esos años, a través de ingresos por otras exportaciones y de fuertes entradas de inversión extranjera directa, y empezó a depreciarse cuando disminuyeron esos precios y la oferta de cambio exterior. Esa evolución de la tasa de cambio nominal fue el factor que resultó determinante para la manera como se comportó la tasa de cambio real, según se aprecia también en dicho gráfico.

GRÁFICO 4.30
TASA DE CAMBIO REAL Y NOMINAL
2000-2022

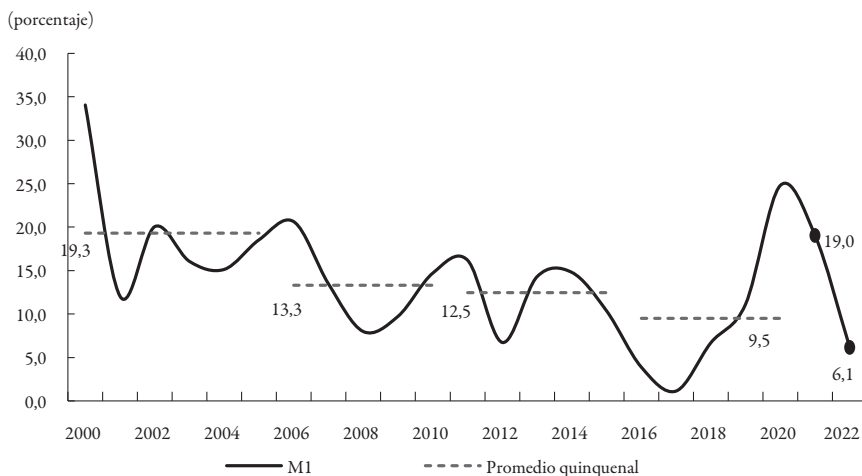


Nota: el dato para 2022 corresponde al reportado a septiembre de dicho año.
Fuente: Banco de la República (2023); elaboración del autor.

4.7.3 EL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO

Dado que la estrategia de inflación objetivo no hace referencia expresa a un agregado monetario, y menos lo fija como meta intermedia, parecería innecesario hacer alusión al crecimiento de los medios de pago durante el periodo que aquí se analiza. No obstante, lo que demuestran las cifras es que la desinflación colombiana en los primeros veintidós años del siglo XXI ha estado acompañada igualmente de una reducción en la tasa de crecimiento de los medios de pago (Gráfico 4.31).

GRÁFICO 4.31
CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO
2000-2022



Nota: en el gráfico los datos de 2021 y 2022 se muestran de manera individual con puntos negros, y el de 2022 corresponde al crecimiento año corrido hasta el mes de septiembre.

Fuente: Banco de la República (2022); elaboración del autor.

Tres hechos resaltan de la información contenida en ese gráfico: la tendencia decreciente del promedio anual en cada uno de los periodos seleccionados para el análisis, la pronunciada fluctuación del resultado a corto plazo y el aumento de la cifra en 2020 que más que duplicó la de 2019, y por ello pareciera corresponder a una del periodo 1973-1999. A este último hecho se hará alusión en la siguiente sección, cuando se presente la política seguida en medio de la pandemia del covid-19.

En cuanto a la fuente de crecimiento de los medios de pago, las cifras del Anexo 4.2 al final del texto muestran que nuevamente fue la base monetaria el factor que explica su expansión, mientras que a este poco contribuyó el multiplicador, porque la tendencia de la preferencia por efectivo fue parcialmente compensada por las variaciones del coeficiente de encaje presentado.

4.7.4 EVOLUCIÓN DEL NIVEL DE PRECIOS

En noviembre de 2001, la Junta Directiva del Banco informó que la meta de inflación a largo plazo sería el 3 % anual, y a partir de 2010 determinó que esa meta fluctuaría en un rango entre 2 % y 4 %. Bajo esa política, la tasa de inflación descendió continuamente entre los años 2000 y 2006, cuando los respectivos valores fueron de 8,75 % y 4,5 %. Luego subió ligeramente entre 2007 y 2008, para a partir de 2009 y hasta 2014 permanecer dentro del rango meta de 2 % y el 4 %, definido como estabilidad de precios. Desde entonces, es decir en los últimos siete años, la inflación ha tenido un resultado acorde, o muy cerca, con lo esperado por el rango meta, excepto en 2015 (6,8 %), 2020 (1,6 %) y 2022 (13,12 %).

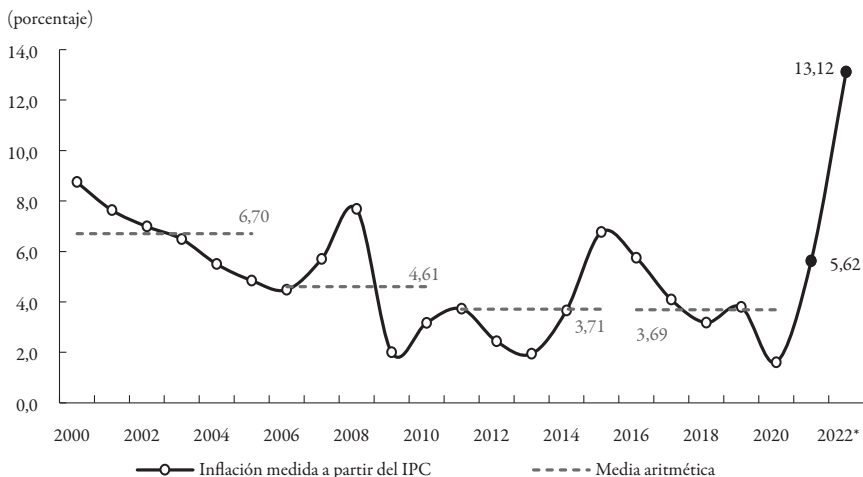
Por esta razón, se puede concluir que el primer rasgo básico de la evolución de la inflación en Colombia durante el siglo XXI fue un descenso tendencialmente continuo hasta 2019, como se aprecia en el Gráfico 4.32.

De esa descripción de la evolución de la inflación también se puede concluir que la segunda característica de ese proceso es un cumplimiento bastante satisfactorio de la meta de inflación, como se muestra en el Gráfico 4.33, especialmente cuando se toma en cuenta lo atípico que fueron los resultados de 2020 y 2022.

En 2020, la parálisis de la actividad económica, como ya se ha dicho, repercutió drásticamente sobre la demanda agregada; por consiguiente, era esperable que ello se reflejara con fuerza sobre el escaso aumento en el nivel de precios, que solo alcanzó el 1,61 %.

También atípico fue el resultado en 2022, ya sea que este se mida a través del IPC o del promedio de los indicadores de inflación básica estimados por la Junta Directiva del Banco. A este resultado contribuyeron el aumento de la demanda agregada que tendió a situar el crecimiento del PIB por encima del producto potencial; los choques internacionales de costos y precios que produjo la guerra de Rusia contra Ucrania, en especial en los insumos para

GRÁFICO 4.32
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN
2000-2022



Nota: en gris se presenta la media aritmética de los periodos 2000-2005, 2006-2010, 2011-2015 y 2016-2020 y los valores para 2021 y 2022 de manera individual.

Fuente: DANE (2022); elaboración del autor.

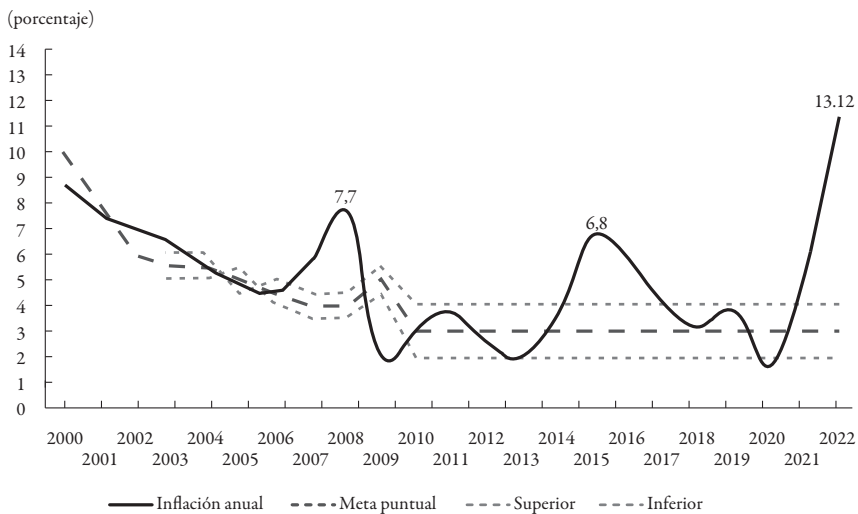
la producción agrícola; el aumento de los precios relativos de los alimentos que se vieron afectados tanto por esos choques internacionales como también por factores internos de orden climático; la aceleración de la devaluación del tipo de cambio nominal y su transmisión al nivel interno de precios; la creciente indexación de los precios regulados, en especial los de la energía; y, el incremento en las expectativas de inflación de los agentes económico.

El tercer elemento distintivo del manejo de la inflación en Colombia durante lo corrido del siglo XXI es que la política monetaria ha sido expresamente contracíclica, como se desprende de la concepción general sobre la misma y de las razones que la Junta Directiva ha esgrimido al explicar la toma de decisiones en circunstancias específicas.

La concepción general sobre el carácter contracíclico de la política monetaria, además de predicar la conveniencia de que aquella debía contribuir a suavizar las fluctuaciones cíclicas y el empleo, postulaba lo siguiente:

cuando la evaluación del estado de la economía y de sus proyecciones indicaba que el producto era inferior a su potencial y la inflación estaba bajo control, la política monetaria fue expansiva para estimular el crecimiento económico; cuando la evaluación del estado de la economía y sus proyecciones indicó que el producto estaba por encima de su potencial, la política monetaria fue más estricta para moderar el crecimiento de la demanda y las presiones inflacionarias. (Uribe, 2016, p. 14)

GRÁFICO 4.33
INFLACIÓN, Y META DE INFLACIÓN
1991-2022



Fuente: Banco de la República (2023).

Las decisiones específicas fueron explicadas detenidamente por los exgerentes del Banco José Darío Uribe y Juan José Echavarría en sus respectivos informes de gestión, correspondientes a los periodos 2005-2015 y 2016-2020, y otro tanto se hizo por la Junta en el *Informe de Política Monetaria* que se dio a la luz pública en los primeros días de noviembre de 2022.

Para ilustrar cómo algunas de esas decisiones han sido explicadas a la opinión pública, aquí se informa textualmente por qué se elevó la tasa de interés en 2006, por qué se redujo a partir de 2008, por qué no se siguió una política contracíclica en 2015, por qué ese fue el caso en 2019 y también en 2020.

4.7.4.1 2006

En 2006 la demanda interna y el producto crecieron a tasas récord en términos per cápita, tendencia que, de continuar, no tardaría en reflejarse en presiones inflacionarias de demanda. El Banco respondió elevando su tasa de interés para moderar el dinamismo de la demanda agregada y contener presiones inflacionarias. (Uribe, 2016, p. 14)

4.7.4.2 2008

El ciclo expansivo de la economía colombiana cambió de tendencia en el cuarto trimestre de 2008 al registrar un crecimiento anual de 0,3 %, con lo que el año completo terminó con una expansión de 3,3 % (frente a tasas de crecimiento cercanas al 7,0 % en los dos años previos). Similar al manejo de la crisis en el resto del mundo, la política monetaria en Colombia actuó de manera oportuna y decidida, mediante la reducción de la tasa de interés de referencia. (Uribe, 2016, p. 15)

4.7.4.3 2015

La caída de los precios del petróleo a partir del segundo semestre de 2014 redujo la tendencia del crecimiento económico y elevó la devaluación nominal de la tasa de cambio, todo ello junto a un alza de los precios relativos de los alimentos que produjo alzas en las tasas de inflación. Ante estas circunstancias,

la respuesta de política monetaria a esta compleja combinación de choques partió de dos premisas importantes. En primer término, la caída en el precio del petróleo se percibió como un fenómeno persistente, dada su baja probabilidad de revertirse rápidamente. Por esta razón, la contracción del ingreso nacional originada por dicha caída se reconoció como un choque permanente. Sobre esta base se consideró que el gasto de la economía requería ajustarse para prevenir excesos que desembocaran en déficits altos y persistentes en la cuenta corriente, que llevaran a niveles crecientes de pasivos externos, los cuales pudieran elevar la vulnerabilidad del país. En estas condiciones se concluyó que una política monetaria contracíclica no era una estrategia conveniente para enfrentar este choque, sino que lo más indicado era admitir una desaceleración del gasto compatible con la caída permanente del ingreso, que contribuyera a asegurar la sostenibilidad del balance externo del país. Como segunda premisa, se reconoció que los efectos de la depreciación y del fenómeno de El Niño sobre la inflación tenían un carácter transitorio. Por un lado, en ausencia de nuevos choques externos, no había

razón para esperar que la tasa de cambio mantuviera una fuerte tendencia al alza. Por otro, la normalización del clima, al desaparecer el fenómeno de El Niño permitía anticipar una corrección de los precios de los alimentos. No obstante, también se observaba que el gran tamaño de los choques y del aumento de la inflación habían elevado las expectativas de inflación muy por encima de la meta, lo que además comenzó a activar mecanismos de indexación. [...] En este contexto, la respuesta de política debía reconocer la naturaleza transitoria de esa mayor inflación y reaccionar únicamente ante efectos de “segunda vuelta” asociados con la “contaminación” de las expectativas de inflación y la activación de mecanismos de indexación que dificultaran la convergencia de la inflación hacia la meta, una vez se hubieran desvanecido los efectos de los choques

Sobre esta base, la autoridad monetaria estimó conveniente buscar la convergencia gradual de la inflación al rango de control entre 2% y 4% en 2017. Con ese propósito, en septiembre de 2015 inició un ciclo de alzas de las tasas de interés de política desde un nivel de 4,5% hasta llevarla al 7,75% en julio de 2016. (Uribe 2016, pp.22-23)

4.7.4.4 2019

Desde septiembre de 2015, la JDBR inició un ciclo de alzas de la tasa de interés de política desde un nivel de 4,5% hasta 7,75% en julio de 2016, y la mantuvo en ese nivel durante cinco meses. El desafío a la política monetaria consistió en balancear los riesgos de una convergencia demasiado lenta de la inflación a la meta, por un lado, y de una desaceleración excesiva de la actividad económica, por el otro. La estrategia de incrementos de tasas llevó a que la inflación descendiera mes a mes a partir de junio de 2016. En estas condiciones, en diciembre de 2016 la *JDBR* decidió recortar la tasa de interés de política en 25 puntos básicos (pb) a 7,50%. Cuando llegó la nueva administración, a partir de febrero de 2017, la *JDBR* dio continuidad a esta política reduciendo la tasa, con pausas en algunos meses, hasta abril de 2018, cuando alcanzó un nivel de 4,25%. Con ello se acumuló un recorte total de 350 pb, y se modificó la postura de política monetaria desde una posición contractiva al inicio de los recortes, a una postura expansiva al final del periodo. (Echavarría, 2020 p. 7)

4.7.4.5 2020

La respuesta de política del Banco de la República para enfrentar la crisis del covid-19 fue similar, e incluso más audaz, que la de los principales bancos centrales del mundo. Fue rápida y comprensiva, brindó abundante

liquidez a los mercados financieros público y privado, en pesos y en dólares y estuvo acompañada por un recorte significativo en la tasa de interés de política. Diferentes estudios muestran que la caída en los precios de la deuda pública y privada en Colombia fue más fuerte que en muchos otros países, y también la reacción favorable a las medidas adoptadas por el Banco. Las decisiones adoptadas se basaron en diagnósticos técnicos que mostraban un aumento generalizado de la preferencia por liquidez por parte de los hogares y de las firmas, y una mayor percepción de riesgo de los intermediarios financieros que los desincentivaba a conceder préstamos. Las medidas adoptadas comprendieron: i) la ampliación de las operaciones de expansión transitoria en sus montos, contrapartes, garantías y plazos; ii) la inyección permanente de liquidez a la economía mediante la compra definitiva de títulos de deuda pública y de títulos emitidos por establecimientos de crédito; iii) la reducción del encaje sobre los depósitos bancarios, que permitió inyectar liquidez permanente al mercado y reducir los costos de intermediación; iv) la introducción de modernos mecanismos de intervención en el mercado cambiario para facilitar las coberturas y ampliar la liquidez en dólares, sin afectar el monto de las reservas internacionales, y v) la reducción de la tasa de interés de política en 250 pp, desde un nivel inicial del 4,25 % hasta 1,75 %, lo que la ubicó en su mínimo nivel histórico. (Echavarría, 2020, p. 9)

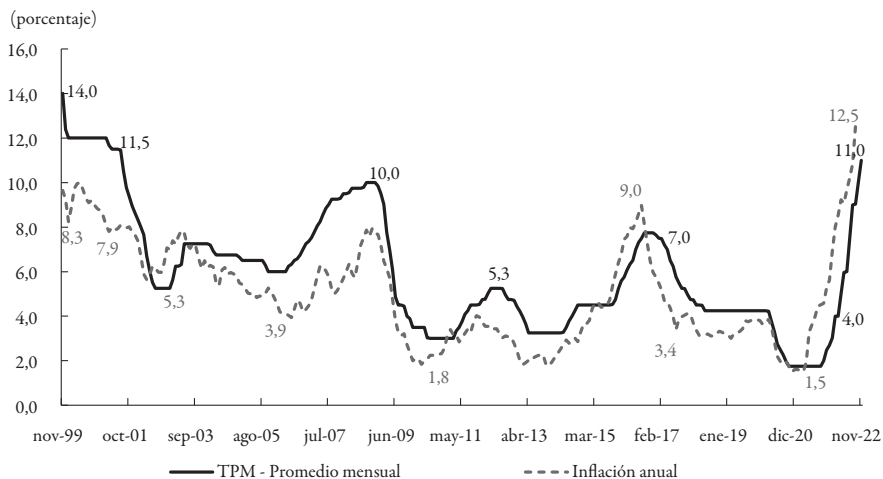
Estas modificaciones en la tasa de interés se presentan en el Gráfico 4.34, junto a la evolución de la inflación anual.

4.7.5 CONTROVERSIAS SOBRE LA POLÍTICA ANTIINFLACIONARIA

En general, en el periodo que aquí se analiza, fueron pocas las controversias sobre el manejo de la política monetaria en general, aun cuando aquellos pensadores que juzgan que la política monetaria no debe tener como su objetivo primordial la estabilidad de precios, es natural que critiquen el establecimiento de la estrategia de inflación objetivo y los más radicales de ellos, aun la independencia de la Junta Directiva del Banco de la República respecto del Poder Ejecutivo.

No obstante, fue usual que en algunas ocasiones los ministros de Hacienda expresaran criterios adversos al alza de la tasa de interés y a lo que en ocasiones se juzgó como un manejo cambiario poco estimulante de las exportaciones y, en general, para el crecimiento económico al propiciar la revaluación del peso.

GRÁFICO 4.34
INFLACIÓN Y TASA DE INTERVENCIÓN MENSUAL
1999-2022



Fuente: Banco de la República (2023).

4.7.6 LA RELACIÓN ENTRE LA INFLACIÓN Y EL EXCESO DE CRECIMIENTO EN LOS MEDIOS DE PAGO

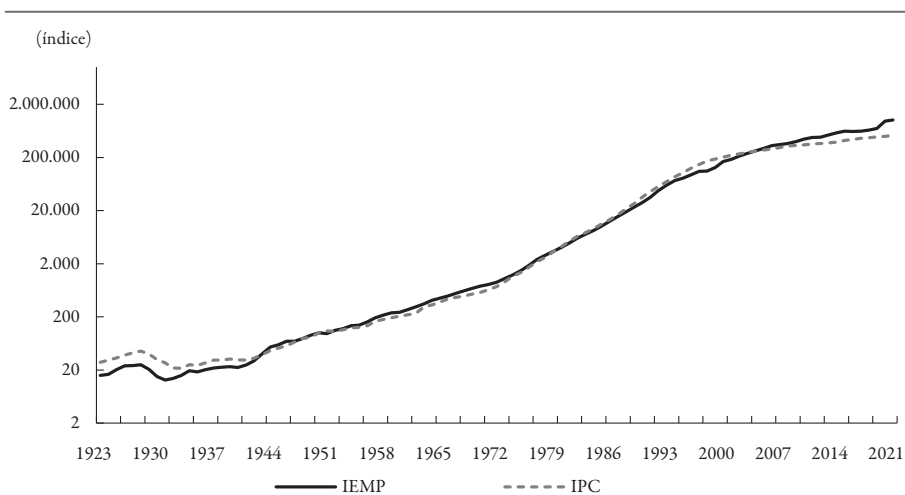
En 1973, el profesor Lauchlin Currie publicó un trabajo en el cual señaló que “un crecimiento crónico de los medios de pago por encima de la tasa de crecimiento de la producción real irá acompañado de un alza crónica aproximadamente proporcional en el nivel general de precios” (Currie, 1973, p. 27). Esta afirmación estuvo antecedida de una precisa advertencia sobre la no originalidad de ella, porque el autor enfatizó que el sustento teórico de su trabajo había sido enseñado en las universidades norteamericanas por lo menos durante cuarenta años.

Para demostrar la validez de su afirmación en el caso colombiano, Currie relacionó el comportamiento del índice del costo de vida para empleados con el índice de exceso en los medios de pago (IEMP) que fue construido con “base en el crecimiento de los medios de pago por encima del crecimiento del Producto Bruto Interno en términos reales” (Currie, 1973, p. 38). Dicha asociación se

mostró casi perfecta para el periodo 1960-1973, aun cuando el autor explicó en detalle que a corto plazo el comportamiento entre esas variables podía discrepar por múltiples factores.

Siguiendo la idea de Currie, el Gráfico 4.35 presenta el comportamiento del IPC y del IEMP durante los últimos cien años, la cual sugiere que existe una relación positiva y estrecha entre esas dos variables.

GRÁFICO 4.35
EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR Y DEL ÍNDICE DE EXCESO EN
LOS MEDIOS DE PAGO
1923-2021



Nota: los índices usan como base 1950 = 100 y el eje izquierdo está en escala logarítmica.
 Fuentes: Banco de la República (2022, y Greco, 1999); cálculos del autor.

Adicionalmente, en el Cuadro 4.22 se observa que la correlación de Pearson entre el logaritmo de esas dos variables fue muy cercana a 1 en los periodos 1923-2021, 1923-1928, 1936-1972, 1973-1999 y 2000-2021. La relación solo parece no haberse cumplido durante el periodo 1929-1935 que, como se señaló, corresponde a un periodo atípico en la historia monetaria del país, ya que en este se presentó un descenso sistemático en el monto de los medios de pago, un fuerte retroceso en el nivel general de precios y un retroceso en el ritmo de la actividad económica.

CUADRO 4.22
CORRELACIÓN DE PEARSON ENTRE PRECIOS AL
CONSUMIDOR Y EL ÍNDICE DE EXCESO EN LOS MEDIOS
DE PAGO EN LOGARITMOS
1923-2021

PERIODO	CORRELACIÓN DE PEARSON
1923-1928	0,879
1929-1935	-0,017
1936-1972	0,995
1973-1999	0,999
2000-2021	0,987
1923-2021	0,998

Fuentes: Banco de la República (2022, y Greco, 1999); cálculos del autor.

Como las correlaciones y la relación gráfica no son suficientes para describir una relación estadísticamente válida y robusta, se desarrolló un modelo econométrico para modelar la relación entre estas variables de una manera más rigurosa, el cual se presenta en su integridad en el Anexo 1, no sin antes agradecer a Luis Fernando Melo, econometrista principal del Banco de la República, y a Mahicol Stiben Ramírez la valiosa colaboración que con sus comentarios y recomendaciones le prestaron a Luis Eduardo Castellanos para llevar a cabo el desarrollo y cálculo del trabajo econométrico.

Debido a las características de las series de tiempo, y los cambios evidenciados en su comportamiento durante el periodo de análisis, se prefirió utilizar un modelo bajo el *enfoque de saturación de indicadores*³⁷ (IS, por su sigla en inglés) para estudiar la relación entre las variables. Este enfoque permite detectar e incluir de manera endógena los valores atípicos y los quiebres estructurales en modelos de series temporales.

Esa metodología identificó de manera endógena tres años atípicos que fueron 1932, 1963 y 2020, y dos quiebres estructurales en la media del proceso que ocurrieron en 1976 y en 1999. Los resultados, obtenidos a partir de los procedimientos y cálculos indican que una tasa de crecimiento del 1 % en el IEMP

³⁷ Conocido como *indicator saturation approach*. Un análisis detallado de esta metodología se encuentra en Hendry (1999).

generó en promedio un crecimiento del 0,542 % en nivel de precios entre 1923 y 2021, manteniendo todo lo demás constante.

Estos resultados sugieren que, si bien la relación no ha sido 1 a 1, existe evidencia de una fuerte transmisión, en el largo plazo, del exceso en el crecimiento de los medios de pago hacia la inflación en Colombia y que, por tanto, en general, la política monetaria tuvo en nuestro país hasta mediados de los años 1990 un sesgo inflacionario.

Esta última afirmación debe ser debidamente sopesada para no sobrevalorar su alcance. Es cierto que el exceso en el crecimiento de los medios de pago produjo, a largo plazo, alzas en el nivel general de precios y que el crecimiento moderado de esa variable puso freno a esas alzas, como muestran las cifras de este trabajo en muchos casos específicos, y en general, cuando entre 1936 y 1972 se juzgó que la inflación socialmente tolerable no debía ser superior al 20 % anual o cuando el guarismo que establecía el grado de tolerancia social con la inflación se elevó al 30 %, entre 1973 y principios de los años 1990.

Pero de ello no se puede concluir que controlar el crecimiento de los medios de pago hubiese sido una condición fácil para que en los últimos cien años la inflación en Colombia fuera inferior al resultado que se presentó. Porque ese juicio, si bien es técnicamente correcto, deja de lado las dificultades que existían para la toma de una decisión de esa naturaleza y los cambios que se requerían para que ella fuera posible.

Ello porque, al simplificar así las cosas, se olvida que la institucionalidad existente en muchos momentos a veces toleraba, y aun propiciaba, la convivencia de intereses contradictorios a la hora de decidir sobre el control de la inflación, como se sigue del análisis institucional desarrollado en este trabajo, cuyo énfasis en ese aspecto es parte fundamental para entender el proceso inflacionario colombiano tanto, o más, que los cambios de las variables que explican el crecimiento de los medios de pago. Como también lo es realzar las voces de quienes propugnaron por un cambio de la institucionalidad monetaria colombiana.

4.8 CIEN AÑOS DE INFLACIÓN EN COLOMBIA: SÍNTESIS Y CONCLUSIONES

Luego del desorden monetario que se presentó durante la guerra de los Mil Días al inicio del siglo XX, y del elevado aumento en el nivel general de precios que

entonces se produjo, en los años transcurridos desde 1923 hasta mediados de los años noventa, la inflación en Colombia fue un fenómeno:

- permanente, relacionado de manera estrecha con el exceso de medios de pago existente en la economía³⁸, en parte producto de financiaciones primarias del gasto público y de los límites que tasas de cambio fija o semi-fijas imponen a la autoridad;
- moderado cuantitativamente, en especial cuando se compara con el que tuvo lugar en otros países de Latinoamérica;
- socialmente tolerado, en especial durante las décadas del setenta y del ochenta, por la baja percepción de él como un elemento perturbador de las condiciones sociales de la población;
- con efectos redistributivos del ingreso y la riqueza, en medio de una indexación parcial que las autoridades adoptaron para que ciertos sectores no sintieran sus efectos directos sobre su ingreso real, o por los mecanismos que se crearon a favor de otros sectores para esos mismos propósitos; y,
- controlado, cuando se juzgó que su nivel superaba el que se consideraba socialmente tolerable.

La permanencia del fenómeno inflacionario en Colombia entre 1923 y 1999 se evidencia al documentarse que, de los setenta y siete años transcurridos en ese periodo, en sesenta y ocho de ellos se presentó un aumento en el nivel general de precios, no siendo ese el caso solamente en nueve de ellos. Seis de estos últimos ocurrieron entre 1929 y 1935, en presencia de disminuciones del monto de la masa monetaria y de retrocesos del ritmo del crecimiento económico; dos al inicio de la Segunda Guerra Mundial, por la manera como ese conflicto afectó el funcionamiento del aparato económico nacional; y, uno en 1951, por los efectos que sobre el crecimiento monetario tuvo el control que se impuso a la expansión de la cartera bancaria por parte de la Junta Directiva del Banco en el segundo semestre de 1950.

³⁸ Como se discute en la sección “4.7.6 La relación entre la inflación y el exceso de crecimiento en los medios de pago”.

Ahora bien, esa permanencia en el tiempo de la inflación en Colombia se presentó de manera cuantitativamente moderada, si se tiene en cuenta que el promedio anual de ella fue del 11 %; que solo en dos años, aislados por décadas, superó el 30 % anual y que en ninguno de los cinco periodos analizados en este estudio su guarismo promedio anual superó el 20 %, con excepción del comprendido entre 1973 y 1999. Todas estas cifras fueron mucho más bajas que las que se presentaron en otros países de Latinoamérica, que durante el periodo de este estudio en al menos un año tuvieron una inflación cercana al ciento por ciento y algunos de ellos padecieron hiperinflaciones.

Por lo que se refiere a la tolerancia social con la inflación, ella se manifestó en la ausencia de fuertes protestas sociales que tuvieran como causa primigenia el proceso inflacionario. De hecho, solo en 1977 se presentó un notable desorden social en medio de protestas de este tipo, debido a una caída relativamente grande en el salario real. Esto no desconoce las tensiones sociales que el fenómeno inflacionario provocó debido a la lucha por el aumento de los salarios, vía huelgas, durante la negociación de las convenciones colectivas de trabajo y algunas controversias y malestar social durante los debates sobre el aumento anual del salario mínimo.

Además, como la política monetaria tuvo los rasgos procíclicos que se han mostrado en este trabajo, y que argumenta también Urrutia (1998), el proceso inflacionario, las más de las veces, acompañó el crecimiento de la producción real, lo cual también contribuyó a que el fenómeno no se juzgara como absolutamente indeseable.

En relación con la distribución del ingreso, las cifras muestran que en solo muy pocos casos el salario mínimo aumentó menos que la inflación contemporánea del respectivo año. Lo cual solo aconteció cuando la inflación observada en un año fue muy superior a la esperada en él, dado que al inicio de cada anualidad el salario mínimo nominal aumentaba en una cifra que buscaba que el salario real fuese superior al del año precedente. Este mecanismo de indexación se acentuó una vez creadas las unidades de poder adquisitivo constante (UPAC), y estuvo referido también de alguna manera a la tasa de cambio nominal, al valor de las pensiones, al costo de los servicios públicos, al precio de la gasolina y a otros precios relevantes de la economía.

Primera conclusión sobre el impacto de la inflación en la distribución del ingreso a la que es preciso añadir que los sectores beneficiarios del crédito de fomento, durante la época en que él existió, que fue la de mayor inflación, se beneficiaron

de subsidios en la tasa de interés durante buena parte de ese período (Hernández-Gamarra y Jaramillo-Echeverry, 2017) que les ayudaron a reducir los impactos negativos de la inflación sobre sus ingresos.

Los intermediarios financieros también obtuvieron ese beneficio porque, el captar los depósitos en cuenta corriente a cero costo nominal, les permitía tener una fuente de fondos que incrementaba sus utilidades, en la medida en que la tasa de interés de los préstamos que con ellos financiaban les permitía superar el costo de administrar tales depósitos.

En relación con el efecto sobre la distribución de la riqueza, su análisis detallado supone establecer la variación de los precios relativos de activos como la propiedad accionaria y la inmobiliaria (rural y urbana), y sus respectivos rendimientos. Lo cual, por la ausencia de información estadística consistente y confiable para todo el periodo, hace que ese examen escape a las finalidades de este trabajo.

Finalmente, sobre la decisión de controlar la inflación y la capacidad de hacerlo, este texto demuestra que entre 1936 y 1972, cuando la tasa de inflación fue superior al 20 % anual, las autoridades adoptaron medidas para que el proceso no siguiera avanzando, y, por el contrario, retrocediera al año siguiente. Por esto se podría afirmar que ese fue su nivel tolerable en ese lapso. Nivel de tolerancia que durante el periodo 1973-1999 se elevó al 30 %, al ser esa cifra la que hizo que, cuando la inflación superaba ese nivel al año siguiente se adoptaran medidas para hacerlo retroceder.

Ese estado de cosas, vigente en la mayoría de los años transcurridos entre 1923 y mediados de los años 1990, cambió de manera radical a comienzos del siglo XXI, como se deduce de la drástica reducción del nivel promedio de la inflación, del hecho que la política monetaria haya tenido como primera prioridad el control de ese fenómeno y tenga desde entonces un carácter manifiestamente anticíclico como también se documenta en este texto.

4.9 REFERENCIAS

- Agudelo-Villa, Hernando (1967). *Cuatro etapas de la inflación en Colombia*, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Alarcón-Núñez, Óscar (2022). *Los López en la historia de Colombia*, Bogotá: Planeta.
- Andrade, José María (1927). *El Banco de la Republica: nociones sobre su organización y funcionamiento*, Bogotá: Editorial Minerva.

- Arango, Luis Ángel (1948). *Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.
- Arias, Eduardo (1964). *Informe anual del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.
- Avella, Mauricio (2000). *Hacienda pública, moneda y café. El papel protagónico de Alfonso Palacio Rudas*, Bogotá: Común Presencia Editores.
- Banco de la República (2019). “Proceso de toma de decisiones de política monetaria del Banco de la República y comunicación sobre política monetaria”, en *Informe de política monetaria*, Bogotá: Banco de la República, pp. 35-38.
- Banco de la República (2023). “Estadísticas”, [en línea], disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas>
- Banco Mundial. (2023). “Commodity markets”, [en línea], disponible en: <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>
- Barro, Robert (1973). “El dinero y la base monetaria en Colombia 1967-1972”, *Planeación y Desarrollo*, núm. 5, Bogotá: Departamento Nacional de Planeación, pp. 68-87, [en línea], disponible en: https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/RevistaPD/1973/pd_vV_n2_1973_art.4.pdf
- Barro, Robert; Gordon, David (1983). “Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, núm. 1, Ámsterdam: Elsevier, pp. 101-121.
- Bejarano, Jesús Antonio (1972). La economía colombiana entre 1922 y 1929, en A. Tirado (dir.), *Nueva historia de Colombia V*, Bogotá: Planeta, pp. 51-76.
- Boada-Ortiz, Alberto; Gómez-Restrepo, Carolina; Ocampo-Duque, Marcela (2017). “Autonomía del Banco de la República en la Constitución de 1991 y en la Ley 31 de 1992”, en J. D. Uribe (ed.), *Historia del Banco de la República 1923-2015*, Bogotá: Banco de la República, pp. 275-352, [en línea], disponible en: <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/7000>
- Botero de los Ríos, G. (1975). *Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.
- Cabrera, M. (2002). *La cartilla del Banco de la República*, Bogotá.
- Caro, Julio (1928). *Informe anual del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.
- Caro, Julio (1931). *Informe anual del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.
- Caro, Julio (1932). *Informe anual del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.

- Congreso de la República, *Ley 42 de 1923*, [en línea], disponible en: <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1788207>
- Congreso de la República, *Ley 45 de 1923*, [en línea], disponible en: <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1599516>
- Currie, Lauchlin (dir.) (1951). *Bases de un programa de fomento para Colombia*, segunda edición, Bogotá: Banco de la República.
- Currie, Lauchlin (dir.) (1952). *Reorganización de la rama ejecutiva del Gobierno de Colombia. Informe de una misión*, Bogotá: Imprenta Nacional.
- Currie, Lauchlin (1973). “La política monetaria y el nivel de precios”, *Planeación y Desarrollo*, vol. 5, núm. 2, Bogotá: Departamento Nacional de Planeación, pp. 20-35, abril-junio.
- Currie, L. (1974). *El Plan de desarrollo colombiano en marcha*, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- DANE (Departamento Administrativo Nacional de Estadística) (2022). Índice de precios al consumidor (IPC) [en línea], disponible en: <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/precios-y-costos/indice-de-precios-al-consumidor-ipc>
- De-Brigard P., A. (1995). “El papel de Francisco Ortega en la independencia de la banca central colombiana”, en R. Steiner (ed.) (1995). *La autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, Bogotá: Tercer Mundo Editores, pp. 21-31.
- Echavarría, Juan José (1982). “La deuda externa colombiana durante los 20s y los 30s, algunas enseñanzas para el presente” *Coyuntura Económica*, vol. XII, núm. 2, Bogotá: Fedesarrollo, pp. 85-119.
- Echavarría, Juan José (2020). “Informe de gestión 2017-2020”, *Revista del Banco de la República*, vol. 93, núm. 1100, Bogotá: Banco de la República, pp. 5-19, noviembre.
- Fernández-Riva, Javier. (2007). *Modelos clásico y keynesiano: un enfoque teórico con especial atención a su relevancia para la economía colombiana*, Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Gama, R. (1983). *Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.
- García, Antonio. (1951). “Análisis de la reforma bancaria de 1951”, en A. Hernández-Gamarra et al., *La moneda y el debate monetario en Colombia*, Bogotá: Editorial Retina, pp. 253-262.
- Gómez, Javier Guillermo (1997). “La teoría cuantitativa del dinero en Colombia”, *Revista del Banco de la República*, vol. 70, núm. 834, Bogotá: Banco de la República, pp. 15-24, abril.

- Gómez-Restrepo, Javier; Uribe, José Darío; Vargas-Herrera, Hernando (2017). “La implementación del régimen de meta de inflación en Colombia”, en A. Meisel-Roca y M. T. Ramírez (eds.), *Tres banqueros centrales*, Bogotá: Banco de la República, pp. 237-390.
- Gómez-Otálora, H.; Ortega, F.; Sanclemente, P. (eds.). (1975). *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, Bogotá: Fondo Cultural Cafetero.
- González-Molano, Eliana; Hernández-Ortega, Ramón; Caicedo-García, Édgar; Martínez-Cortés, Nicolás; Romero, José Vicente; Grajales-Olarte, Anderson (2020). “Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia”, Borradores de Economía, núm. 1122, Banco de la República.
- Greco (Grupo de Estudios de Crecimiento Económico Colombiano) (1999). “El desempeño macroeconómico colombiano: series estadísticas 1905-1997”, Borradores de Economía, núm. 95, Banco de la República, disponible en: <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/5114>
- Grove, David (1988). “Memorando sobre reorganización del Banco de la República”, *Banca y Finanzas*, núm. 2, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia, abril.
- Grove, David (2004). “Deficiencias en la estructura de la banca central colombiana”, en A. Hernández-Gamarra et al. (ed.), *La moneda y el debate monetario en Colombia*, Bogotá: Editorial Retina, pp. 223-228.
- Gutiérrez-Castro, Edgard (1967). “Prologo”, en H. Agudelo-Villa (ed.), *Cuatro etapas de la inflación*, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Hendry, David (1999). “An econometric analysis of US Food Expenditure, 1931-1989”, en J. R. Magnus y M. S. Morgan (eds.), *Methodology and tacit knowledge: Two experiments in econometrics*, Hoboken: John Wiley and Sons, pp. 341-361.
- Hernández-Correa, Gerardo (2017). “La jurisprudencia de la Corte Constitucional y la autonomía del Banco de la República”, en J. D. Uribe (ed.), *Historia del Banco de la República 1923-2015*, Bogotá: Banco de la República, pp. 385-410, [en línea], disponible en: <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/7002>
- Hernández-Gamarra, Antonio (1973). “Política de redescuento 1950-1970”, *Planeación y Desarrollo*, vol. V, núm. 02, Bogotá: Departamento Nacional de Planeación, pp. 46-67.
- Hernández-Gamarra, Antonio (1974). “El plan y la inflación”, en *El Plan colombiano de desarrollo en marcha*, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Hernández-Gamarra, A. (2000). “Emisiones clandestinas”, *Revista del Banco de la República*, vol. 73, núm. 874, Bogotá: Banco de la República, pp. 23-53, [en

- línea], disponible en: <https://publicaciones.banrepcultural.org/index.php/banrep/article/view/10709/11106>
- Hernández-Gamarra, Antonio (2008). “El pensamiento monetario de Lauchlin Currie y su influencia en Colombia”, *Revista del Banco de la República*, vol. 81, núm. 964, Bogotá: Banco de la República, febrero.
- Hernández-Gamarra, Antonio; Jaramillo-Echeverri, Juliana (2017). “La Junta Monetaria y el Banco de la República”, en J. D. Uribe Escobar (ed.), *Historia del Banco de la República: 1923-2015*, Bogotá: Banco de la República, pp. 185-274, [en línea], disponible en: <https://doi.org/10.32468/ebook.664-366-5>
- Hernández-Gamarra, Antonio; Tolosa-Buitrago, José (2001). “La política monetaria en Colombia en la segunda mitad de los años noventa”, *Revista del Banco de la República*, vol. 74, núm. 880, Bogotá: Banco de la República, pp. 23-67, [en línea], disponible en: <https://publicaciones.banrepcultural.org/index.php/bmo/article/view/7000/7246>
- Hernández-Gamarra, Antonio; Restrepo, José Manuel; Samper, Miguel; Caro, Miguel Antonio; De la Torre, Roberto; Kemmerer, Edwin; López, Alejandro; Arango, Luis Ángel; Grove, David L.; Currie, Lauchlin; García, Antonio; Sanz de Santamaría, Carlos; Palacios Rudas, Alfonso y Banco de la República (2004). *La moneda y el debate monetario en Colombia*. Editorial Retina.
- Hombres, Rudolf (1988). “La insoportable oscuridad del Emisor”, *Revista Estrategia Económica y Financiera*, núm. 125, septiembre.
- Hombres, Rudolf; Melo-A., José Elías (2017). “El debate sobre la Banca Central en la Constituyente de 1991”, en J. D. Uribe (ed.), *Historia del Banco de la República 1923-2015*, Bogotá: Banco de la República, pp. 353-384, [en línea], disponible en: <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/7001>
- Jaramillo-Ocampo, Hernán (1949). “Exposición de motivos al Proyecto de ley sobre orientación del crédito bancario”, *Revista del Banco de la República*, vol. 22, núm. 266, Bogotá: Banco de la República, pp. 1270-1271.
- Julio, Juan Manuel (1998). *Sobre la relación dinero/precios*, mimeo.
- Junta Directiva del Banco de la República (1999a). *Informe adicional al Congreso de la República*, Bogotá.
- Junta Directiva del Banco de la República (1999b). *Informe sobre inflación*, Bogotá.
- Kemmerer, E. (1923). “Ley 25 de 1923 Orgánica del Banco de la República. Exposición de motivos”, en A. Hernández-Gamarra et al., *La moneda y el debate monetario en Colombia*, Bogotá: Editorial Retina, pp. 145-162.

- Kydland, Finn; Prescott, Edward (1977). “Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans”, *Journal of Political Economy*, vol. 85, núm. 3, Chicago: The University of Chicago Press, pp. 473-492, junio.
- López, Alejandro (2004). “La inestabilidad monetaria”, en A. Hernández-Gamarra *et al.*, *La moneda y el debate monetario en Colombia*, Bogotá: Editorial Retina, pp. 173-178.
- López-Pumarejo, Alfonso (1975). “El principio del fin”, en A. Noguera (ed.), *Aproximación a Alfonso López. Testimonios para una biografía*, Bogotá: Banco de la República.
- Martínez-Recamán, Jaime (1980). *Historia jurídica del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.
- McGreevey, William Paul (1975). *Historia económica de Colombia, 1845-1930*, Bogotá: Universidad de los Andes, [en línea], disponible en: <https://uniandes.ipublish-central.com/product/historia-economica-de-colombia-18451930>
- Meisel-Roca, Adolfo (1990a). “La creación del Banco de la República y las teorías sobre banca central. ¿Por qué 1923?”, en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República, pp. 248-262.
- Meisel-Roca, Adolfo (1990b). “La creación del Banco de la República y sus primeras reformas”, en: *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República, [en línea], disponible en: <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/9542>
- Meisel-Roca, Adolfo (2017). “Antecedentes del Banco de la República, 1904-1922”, en J. D. Uribe (ed.), *Historia del Banco de la República 1923-2015*, Bogotá: Banco de la República, pp. 1-25.
- Meisel-Roca, Adolfo; Jaramillo-Echeverri, Juliana (2017). “Las políticas del Banco de la República durante un auge entre dos crisis, 1930-1951”, en J. D. Uribe (ed.), *Historia del Banco de la República 1923-2015*, Bogotá: Banco de la República, pp. 85-119, [en línea], disponible en: <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/6996>
- Misas, Martha; Posada, Carlos Esteban; Vásquez, Diego Mauricio (1999). “¿Está determinado el nivel de precios por las expectativas de dinero y producto en Colombia?”, Borradores de Economía, núm. 191, Banco de la República.
- Naranjo-Galves, Rodrigo (2007). *Eficacia del control fiscal en Colombia: derecho comparado, historia, macroorganizaciones e instituciones*, Bogotá: Editorial Universidad del Rosario.
- Ocampo, José Antonio; Montenegro, Santiago (1982). “La crisis mundial de los años treinta en Colombia”, *Revista Desarrollo y Sociedad*, núm. 7, Bogotá: Universidad de los Andes.

- Ortega, Francisco. (1976). “Moneda y crédito”, en *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, Bogotá: Fondo Cultural Cafetero.
- Ortega, Francisco (1988). *Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.
- Palacio-Rudas, Alfonso (1973). “Columna del Cofrade”, en A. Hernández-Gamarrá *et al.*, *La moneda y el debate monetario en Colombia*, Bogotá: Editorial Retina, pp. 285-288.
- Palacios, M. (2013). “El anhelo de siempre: la paz”, en *Contraloría General de la República. Noventa años: una visión transparente*, vol. I, Bogotá: Contraloría General de la Nación.
- Patiño-Rosselli, Alfonso (1981). *La prosperidad a debe y la gran crisis 1925-1935*, Bogotá: Banco de la República.
- Perry, Guillermo (2019). *Decidí contarlo*, Bogotá: Random House Grupo Editorial.
- Posada, Carlos Esteban (1976). *La crisis del capitalismo mundial y la deflación en Colombia: 1929-1933*, Medellín: Universidad de Antioquia.
- Ranis, Gustav (1972). “Algunos comentarios sobre el Plan de desarrollo colombiano”, en *Controversia sobre el Plan de Desarrollo*, Bogotá: Editorial Oveja Negra.
- Revista del Banco de la República* (1988). Bogotá: Banco de la República, vol. 61, núm. 734, diciembre, [en línea], disponible en: <https://publicaciones.banrepcultural.org/index.php/banrep/issue/view/754>
- Rippy, James Fred (1981). *El capital norteamericano y la penetración imperialista en Colombia*, Bogotá: Editorial Oveja Negra.
- Salazar-Jaramillo, Félix (1924). *Informe anual del gerente a la Junta Directiva*, Bogotá: Banco de la República.
- Steiner, Roberto (1995). “Prólogo”, en *La autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Uribe, José Darío (1994). “Inflación inercial, tasa de cambio y anclas”, Borradores Semanales de Economía, núm. 10, Banco de la República.
- Uribe, José Darío (2009). Política monetaria y estabilidad financiera, *Revista del Banco de la República*, vol. 82, núm. 976, Bogotá: Banco de la República, pp. 1-9.
- Uribe, José Darío (2016). *Informe de gestión, 2005-2016*, Bogotá: Banco de la República.
- Urrutia, Miguel (1975). “Discurso del doctor Miguel Urrutia al clausurar el III Simposio sobre el Mercado de Capitales”, en Banco de la República y Asociación Bancaria de Colombia (eds.), *El mercado de capitales en Colombia, 1974*, Bogotá: Tercer Mundo, pp. 225-229.

- Urrutia, Miguel (1998a). “¿Por qué es necesario reducir la inflación en Colombia y cómo lograrlo?”, *Revista del Banco de la República*, vol. 71, núm. 847, Bogotá: Banco de la República, pp. 5-26, mayo.
- Urrutia, Miguel (1998b). “Historia del Banco de la República y la inflación”, *Revista del Banco de la República*, vol. 71, núm. 850, Bogotá: Banco de la República, pp. 5-36, agosto.
- Urrutia, Miguel (2000). “La estrategia de política monetaria”, *Revista del Banco de la República*, vol. 73, núm. 876, Bogotá: Banco de la República, pp. 5-16, octubre.
- Urrutia, Miguel (2002). “Una visión alternativa: la política monetaria y cambiaria en la última década”, *Revista del Banco de la República*, vol. 75, núm. 895, Bogotá: Banco de la República, pp. 5-28, octubre.
- Valencia, Gloria (2021). *Junta Directiva del Banco de la República: grandes episodios en 30 años de historia*, Bogotá: Banco de la República.
- Villar-Gómez, Leonardo (1998). *Perspectivas macroeconómicas*, mimeo.
- Villar-Gómez, Leonardo (2017). “Jota Uribe: artífice de la estrategia de inflación objetivo y la política monetaria contracíclica en Colombia”, en A. Meisel-Roca y M. T. Ramírez (eds.), *Tres banqueros centrales*, Bogotá: Banco de la República, pp. 271-308.
- Wiesner, Eduardo (1978). *Política monetaria y cambiaria en Colombia*, Bogotá: Editorial Presencia.

Anexos

ANEXO 4.1

ANÁLISIS ECONOMÉTRICO DE LA RELACIÓN ENTRE EL NIVEL DE PRECIOS Y EL EXCESO EN LOS MEDIOS DE PAGO

Luis Eduardo Castellanos Rodríguez

Para analizar la relación entre el nivel de precios y el exceso en los medios de pago se construyeron dos variables a partir de las bases de datos provistas por el Banco del República; la primera de ellas el índice de precios al consumidor (IPC) con base 1950 = 100, y la segunda, el índice de exceso en los medios de pago (IEMP) entendido como la razón entre el índice de M1 y el índice del PIB real, también con base 1950 = 100.

Al logaritmo de ambas series se les aplicaron dos pruebas de raíz unitaria con quiebres estructurales endógenos para determinar su grado de integración: la prueba ADF³⁹ extendida para permitir un quiebre estructural (Perron, 1998)⁴⁰ y la prueba de Lee y Strazicich (2003)⁴¹ diseñada para permitir y encontrar hasta dos quiebres estructurales. Ambas pruebas permitieron identificar que tanto el logaritmo del IEMP como el logaritmo del IPC no son variables estacionarias y que efectivamente presentan quiebres estructurales en su comportamiento. Posteriormente, se realizaron las mismas pruebas sobre la primera diferencia de cada serie y se identificó que ambas diferencias son estacionarias, por lo que se concluyó que son series integradas de orden 1, I(1).

En consecuencia, con esos resultados, se procedió a aplicar la prueba de Gregory-Hansen para cointegración con cambio de régimen (Gregory y Hansen, 1996)⁴²

³⁹ Prueba de Dickey-Fuller aumentada.

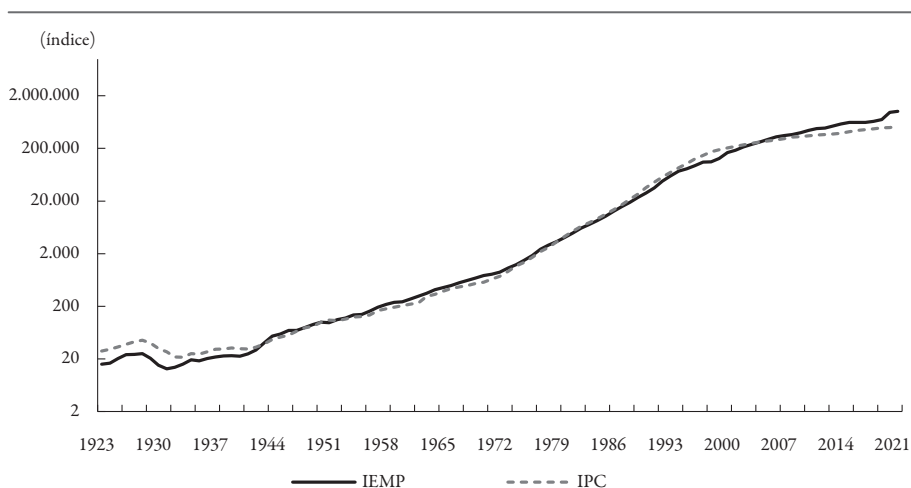
⁴⁰ La hipótesis nula es que la serie cuenta con una raíz unitaria.

⁴¹ La hipótesis nula es que la serie tiene una raíz unitaria.

⁴² La hipótesis nula es que no hay cointegración frente a la hipótesis alternativa de cointegración en presencia de un cambio de régimen endógeno.

sobre las series en nivel⁴³. Los resultados indican que las series analizadas no se encuentran cointegradas, por lo que, para continuar con el análisis, se procedió a trabajar con las variables diferenciadas.

GRÁFICO A.4.1.1
EVOLUCIÓN IPC E IEMP
1923-2021



Nota: los índices usan como base 1950 = 100 y el eje izquierdo está en escala logarítmica.

Fuentes: Banco de la República (2022, y Greco 1999); cálculos del autor.

Dado que las pruebas practicadas sobre las variables diferenciadas indican que son estacionarias cuando se tienen en cuenta posibles cambios estructurales, se prefirió estimar un modelo bajo el *enfoque de saturación de indicadores* (IS) (Hendry, 1999), el cual permite detectar e incluir de manera endógena valores atípicos y quiebres estructurales en modelos de series temporales. Este modelo puede incorporar tres tipos de variables auxiliares: el *impulse-indicator* (IIS), que añade variables que toman el valor de 1 en un solo periodo t para modelar valores atípicos (*outliers* aditivos); el *step-indicator* (SIS), el cual agrega *dummies*

⁴³ Además de realizar esta prueba sobre toda la muestra, como ejercicio de robustez, se aplicó sobre los subperiodos 1923-1954, 1955-2021, y 1923-1988, 1988-2021, dado que la prueba solamente identifica un quiebre de manera endógena. Este procedimiento se realiza para tener en cuenta más de un quiebre estructural y es de anotar que los resultados son consistentes con lo encontrado para la muestra completa.

de salto que toman el valor de 1 desde el periodo t hasta el final de la muestra para modelar quiebres estructurales en la media del proceso, y el *trend-indicator* (TIS), que añade variables de quiebre en la tendencia del proceso modelado.

El modelo, cuyos resultados se presentan en el Cuadro A.4.1.1, identificó de manera endógena tres años atípicos para la estimación de la relación: 1932, 1963 y 2020, y dos quiebres estructurales en la media del proceso ocurridos en 1976 y 1999. Los resultados indican que una tasa de crecimiento del 1% en el IEMP generó en promedio un crecimiento del 0,542% en nivel de precios entre 1923 y 2021, manteniendo todo lo demás constante.

CUADRO A.4.1.1

INDICADORES DE SATURACIÓN	VARIABLES DETECTADAS: 3 IIS 2 SIS		
	DEPENDIENTE	D(LOG(IPC))	P-VALOR
d(log(IEMP))	0,5417	0,0572	0
constante	0,0292	0,0084	0,0008
IS_1932	-0,2824	0,0482	0
IS_1963	0,1847	0,0483	0,0002
SIS_1976	0,0794	0,0133	0
SIS_1999	-0,1053	0,0154	0
IS_2020	-0,1581	0,0505	0,0024
R-cuadrado	0,7734	Durbin-Watson	1,6154
R-cuadrado ajustado	0,7584	AIC	-3,1775
E.S de la regresión	0,0477	BIC	-2,9928

Fuente: elaboración del autor.

A.4.1.1 DIAGNÓSTICOS SOBRE LOS RESIDUALES DE LA REGRESIÓN

Como se evidencia en el Cuadro A.4.1.2, la prueba de Breusch-Godfrey hasta con doce rezagos no rechazó la hipótesis nula de no autocorrelación; las pruebas gráficas de autocorrelación junto con sus respectivos estadísticos Q arrojaron resultados consistentes con la prueba anterior, y la prueba de Jarque-Bera no rechazó la hipótesis nula de normalidad de los residuos.

No obstante, en las pruebas de Breusch-Pagan-Godfrey y de White se rechazó la hipótesis nula de homocedasticidad en los errores al 5% de significancia, y solamente al 1% de significancia estas pruebas no rechazaron la hipótesis nula de homocedasticidad. En este caso, la posible heterocedasticidad de los errores

no afecta el insesgamiento de los estimadores de los coeficientes, pero sí afecta la precisión de los errores estándar de dichos estimadores, por lo que el conjunto de los diagnósticos parece ser suficientemente satisfactorio para el propósito del modelo, que es estudiar la relación entre el nivel de precios y el exceso en los medios de pago. Esta limitación puede ser superada incluyendo errores robustos a la heterocedasticidad en la estimación del modelo; no obstante, eso va más allá del objetivo del presente anexo estadístico.

CUADRO A.4.1.2
PRUEBAS DIAGNÓSTICAS

PRUEBA DIAGNÓSTICA	ESTADÍSTICO	P-VALOR
Breusch-Godfrey ^{a/}	1,588	0,112
Estadístico Q	26,034	0,406
Jarque-Bera	4,083	0,13
Breusch-Pagan-Godfrey ^{a/}	2,933	0,012
White	2,235	0,027

^{a/}Se presentan los valores para el estadístico F.
Fuente: elaboración del autor.

ANEXO 4.2

FUENTES DE LAS ESTADÍSTICAS Y BASES DE LOS CÁLCULOS⁴⁴

Luis Eduardo Castellanos Rodríguez

FUENTES

A.4.2.1 IPC

Como se informa en el cuerpo del trabajo, el IPC es el indicador utilizado para medir la inflación. Las fuentes del indicador son las siguientes:

- Periodo 1923-1955: Grupo de Estudios de Crecimiento Económico Colombiano (Greco) del Banco de la República (Greco, 1999).
- Periodo 1956-2021: DANE (2022).
- Año 2022: la cifra corresponde al acumulado anual reportado por el DANE hasta el mes de octubre.

A.4.2.2 PIB NOMINAL, PIB REAL, ESTRUCTURA Y CRECIMIENTO

- Periodo 1923-1996: para el PIB real, su crecimiento y su estructura, el libro *El desempeño macroeconómico colombiano: series estadísticas 1905-1997* (Greco, 1999). Para el PIB nominal, series estadísticas del libro *Desarrollo económico y social colombiano 1905-2019* (Ocampo y Romero, 2023).
- Periodo 1997-2021: DANE (2022).
- Año 2022: corresponde a las proyecciones del Banco de la República en su *Informe de Política Monetaria* (octubre, 2022).

⁴⁴ Agradezco a Antonio Hernández Gamarra por sus valiosos comentarios y orientaciones para la construcción del presente Anexo.

A.4.2.3 DEFLACTOR DEL PIB

Cálculos propios a partir de la razón entre el PIB nominal en millones de pesos y el PIB real, según las anteriores fuentes y la siguiente fórmula:

$$\text{Deflactor del PIB}_t = (\text{PIB}_{\text{nominal}_t} / \text{PIB}_{\text{real}_t}) * 100$$

A.4.2.4 M1, BASE MONETARIA Y SUS COMPONENTES

- Periodo 1923-1996: el libro *El desempeño macroeconómico colombiano: series estadísticas 1905-1997* (Greco, 1999).
- Periodo 1997-2022: Banco de la República (2022).

A.4.2.5 COMPONENTES DE LOS MEDIOS DE PAGO Y ORIGEN AMPLIADO DE LA BASE

Los componentes de los medios de pago y de la base monetaria, en su presentación tradicional, se muestran en la pestaña llamada “Componentes B y M” de la base de libro, que se encuentra publicada en la página del Banco de la República. Allí se presentan las cifras del efectivo en el poder del público, los depósitos en cuenta corriente y los medios de pago. Respecto a la base monetaria, su demanda se discrimina entre el efectivo en poder del público y la reserva bancaria. Su oferta está compuesta por las reservas internacionales y el crédito interno neto total del Banco de la República. En dicha pestaña se describe la fuente de cada uno de esos componentes, las cuales, en su mayoría, fueron tomadas del libro de Greco (1999) cuando se trata del periodo 1923-1996.

La fuente de los componentes de los medios de pago fue, para el periodo 1923-1996, el libro de Greco (1999). Para los años restantes, los datos corresponden a los reportados en las estadísticas del Banco de la República (2023). A su vez, las variables que integran la descomposición analítica del origen de la base monetaria, que se presenta en la tabla A3, fueron construidas año a año a partir de la información consignada en diversos números de la *Revista del Banco de la*

*República*⁴⁵. Hasta donde llega el conocimiento del autor, es la primera vez que se realiza esta descomposición analítica del origen de la base monetaria para un periodo tan largo como el abordado en el texto.

A.4.2.6 BALANZA DE PAGOS AJUSTADA (BPA)

Corresponde a la diferencia entre la variación de las reservas internacionales y la del endeudamiento externo público reportados por el Banco de la República para cada año en dólares y convertidos a pesos a partir de la tasa de cambio de fin de año.

A.4.2.7 BALANZA CAMBIARIA (X-M)

Corresponde a las exportaciones totales (FOB) menos las importaciones totales (CIF) en dólares y convertidos a pesos a partir de la tasa de cambio de fin de año. Estos datos de las importaciones y las exportaciones provienen de las siguientes fuentes:

- Periodo 1923-1969: el libro *El desempeño macroeconómico colombiano: series estadísticas 1905-1997* (Greco, 1999).
- Periodo 1970-2021: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE, 2022).

A.4.2.8 ENDEUDAMIENTO EXTERNO PRIVADO (EEPR)

La variación del endeudamiento externo privado se calculó como la balanza de pagos ajustada menos la balanza cambiaria, antes definida. Es decir, corresponde al neto de todas las operaciones realizadas en divisas que no fueron producto ni del comercio de bienes y servicios ni del endeudamiento del sector público.

⁴⁵ Se consultaron múltiples números de la publicación desde 1936 hasta 2020, cuando la circulación de la revista se suspendió. La información fue complementada hasta 2022 con las estadísticas publicadas en la página web del Banco de la República.

A.4.2.9 FINANCIACIÓN MONETARIA DEL DÉFICIT FISCAL (FMDF)

Corresponde a la suma de la variación del endeudamiento externo del sector público (EEPu) y la variación del crédito interno del Banco de la República al sector público (CIBPu), según lo consignado en la *Revista del Banco de la República*.

A.4.2.10 CRÉDITO INTERNO DEL BANCO DE LA REPÚBLICA AL SISTEMA BANCARIO (CIB SIST. BANC.)

Corresponde a información recopilada de diversos números de la *Revista del Banco de la República*.

A.4.2.11 CRÉDITO INTERNO DEL BANCO DE LA REPÚBLICA AL SECTOR PRIVADO (CIBPR)

Su variación se calculó como el residuo obtenido al restar de la variación de la base monetaria el monto de la BPA y la FMDF.

A.4.2.12 ÍNDICE DE EXCESO EN LOS MEDIOS DE PAGO

Para obtener el índice de exceso en los medios de pago (IEMP) se usaron como insumos dos series descritas anteriormente: la serie del crecimiento del PIB y la serie de M1 para el periodo 1923-2022. A partir de ellas, se crearon los índices de M1 y del PIB para todo el periodo con base 100 en 1950 y se calculó el IEMP de la siguiente manera:

$$IEMP_t = \frac{\text{Índice } MI_t}{\text{Índice } PIB_t} * 100$$

A.4.2.13 PRECIOS DEL CAFÉ

Las fuentes consultadas para construir la tabla de los precios históricos del café que aparece en la base del libro son las siguientes:

- Periodo 1923-1996: *El desempeño macroeconómico colombiano: series estadísticas 1905-1997* (GRECO, 1999).
- Periodo 1997-2022: Federación Nacional de Cafeteros. (2022).

A.4.2.14 GASTO DEL GOBIERNO

Los datos correspondientes al gasto del gobierno se obtuvieron de las siguientes fuentes:

- Periodo 1924-1997: el libro *El desempeño macroeconómico colombiano: series estadísticas 1905-1997* (Greco, 1999).
- Periodo 1996-2000: la *Revista del Banco de la República* (2001).
- Periodo 2001-2020: la suma de los pagos de las apropiaciones y el rezago presupuestal reportados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2022).

A.4.2.15 OTRAS VARIABLES

Todas las demás variables que se presentan a lo largo del capítulo y en la base de datos del mismo fueron tomadas del repositorio del Banco de la República, a menos de que explícitamente se indique lo contrario.

A.4.2.16 RESUMEN DE LA BASE DE DATOS

En la pestaña “Resumen” de la base del libro se presenta un cuadro que resume el comportamiento de varias variables para el último siglo, entre ellas: la inflación medida por el IPC, la inflación medida por el deflactor del PIB, el crecimiento del PIB real, el crecimiento de M1, el gasto del Gobierno como porcentaje del

PIB, el crecimiento del gasto del Gobierno, y la razón entre M1/M2, que es un indicador de profundización financiera.

El análisis parte de dividir el periodo 1923-2022, en subperiodos quinquenales para identificar cambios estructurales en el comportamiento de las variables macroeconómicas. En particular, se definieron tres periodos excepcionales que no siguen la periodización quinquenal: 1923-1928, 1929-1935 y 2016-2022, pues el primero de ellos es de seis años y los otros dos son de siete. Los demás subperiodos quinquenales corresponden a intervalos de 5 años especificados de la siguiente manera: 1936-1940, 1941-1945 y así sucesivamente hasta el periodo 2011-2015.

En la pestaña “Resumen” se presenta, para cada una de las variables, la media aritmética, la media geométrica, la desviación estándar, el valor máximo y el valor mínimo en cada de los subperiodos así definidos.

En el caso de la media geométrica se excluyeron los valores negativos en los periodos pertinentes, ya que esta medida no permite para su cálculo el uso de números menores a cero (0).

Los hallazgos cuantitativos en cuanto a la evolución de la inflación, a partir de la subdivisión anteriormente mencionada, fueron el punto de partida para establecer los 5 macroperiodos en que se divide el capítulo para analizar la evolución de la inflación y de las demás variables macroeconómicas.

A.4.2.17 REFERENCIAS

Banco de la República (1942). *Anuario de Comercio Exterior*.

Banco de la República (2001). “Estadísticas”, *Revista del Banco de la República*, vol. 74, núm. 883, Bogotá: Banco de la República, mayo.

Banco de la República (2022). “IPC total”, [en línea], disponible en: <https://Totoro.Banrep.Gov.Co/Analytics/Saw.Dll?Portal>

Banco de la República (noviembre de 2022). “Producto interno bruto (PIB). Estadísticas del Banco de la República”, [en línea], disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/producto-interno-bruto-pib>

Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) (10 de mayo de 2022). “Índice de precios al consumidor (IPC). DANE, Información Para Todos”, [en línea], disponible en: <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/precios-y-costos/indice-de-precios-al-consumidor-ipc>

- Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) (noviembre de 2022). “Cuentas nacionales trimestrales. Producto interno bruto”, [en línea], disponible en: <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales/cuentas-nacionales-trimestrales>
- Departamento de Investigaciones Económicas (s. f.). *Archivos de Economía Internacional*, Bogotá: Banco de la República.
- Departamento de Investigaciones Económicas (s. f.). *Resumen de la balanza de pagos*, Bogotá: Banco de la República.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (1954). *Anuario de la balanza de pagos del Fondo Monetario Internacional*, Washington.
- Greco (Grupo de Estudios de Crecimiento Económico Colombiano) (1999). *El desempeño macroeconómico colombiano: series estadísticas 1905-1997*, Bogotá: Banco de la República, [en línea], disponible en: <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/5114>
- Gregory, Allan W.; Hansen, Bruce E. (1996). “Residual-based tests for cointegration in models with regime shifts”, *Journal of Econometrics*, vol. 70, núm. 1, Ámsterdam: North-Holland Publishing Company, pp. 99-126, [en línea], disponible en: [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(69\)41685-7](https://doi.org/10.1016/0304-4076(69)41685-7)
- Hendry, D. F. (1999). “An econometric analysis of US food expenditure, 1931-1989”, en J. R. Magnus y M. S. Morgan (eds.), *Methodology and tacit knowledge: Two experiments in econometrics*, Nueva York: Wiley, pp.341-361.
- Lee, Junsoo; Strazicich, Mark C. (2003). “Minimum Lagrange multiplier unit root test with two structural breaks”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 85, núm. 4, Cambridge: MIT Press, pp. 1082-1089, [en línea], disponible en: <https://doi.org/10.1162/003465303772815961>
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2022). *Balance Fiscal del Gobierno Nacional Central*, [en línea], disponible en: https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/EntidadesFinancieras/pages_EntidadesFinancieras/PoliticaFiscal/bgg/balancedefiscalgobiernocentral
- Ocampo, José Antonio; Romero, Carmen Astrid (2023). *Desarrollo económico y social colombiano: 1905-2019*, Bogotá: Banco de la República.
- Perron, Pierre; Vogelsang, Timothy J. (1998). “Additional tests for a unit root allowing for a break in the trend function at an unknown time”, *International Economic Review*, vol. 39, núm. 4, Hoboken: John Wiley & Sons, pp. 1073-1100, [en línea], disponible en: <https://doi.org/10.2307/2527353>
- Zárate, P. A.; Romero, C. A. (2016). “Banca central: autonomía y crecimiento económico”. *Revista Republicana*, 20, 145–165, [en línea], disponible en: <https://doi.org/10.21017/Rev.Repub.2016.v20.a6>

CUADRO A.4.2.1
DESCOMPOSICIÓN ANALÍTICA DEL ORIGEN DE LA BASE MONETARIA
MILLONES DE PESOS
1936-2022

AÑO	ΔB	BPA	X-M	ΔEER _R	F MDF
1936	7,3	16,0	23,17	-7,16	-6,13
1937	11,4	-8,1	14,52	-22,60	2,83
1938	1,9	8,9	3,91	4,95	-3,55
1939	7,2	1,4	-6,38	7,80	-8,94
1940	3,1	15,3	19,66	-4,40	-0,06
1936-1940 (prom)	6,2	6,7	10,98	-4,28	-3,17
1941	9,7	-7,8	6,11	-13,93	8,16
1942	25,7	59,4	65,80	-6,38	14,98
1943	41,3	86,9	71,93	14,99	-1,99
1944	70,4	79,6	52,68	26,97	8,36
1945	37,7	20,7	-35,00	55,69	11,83
1941-1945 (prom)	37,0	47,8	32,3	15,5	8,3
1946	36,2	3,7	-61,25	64,91	16,23
1947	33,5	-91,1	-201,60	110,52	39,92
1948	64,7	-61,1	-81,84	20,74	46,18
1949	70,5	72,6	97,02	-24,38	15,72
1950	75,7	-7,3	64,09	-71,37	-50,28
1946-1950 (prom)	56,1	-16,6	-36,7	20,1	13,6
1951	-14,7	77,4	97,21	-19,85	47,17
1952	130,2	57,4	142,82	-85,43	82,74
1953	83,5	102,6	169,17	-66,58	47,79
1954	181,8	150,4	30,12	120,26	95,15
1955	-2,2	-295,0	-94,63	-200,42	159,37
1951-1955 (prom)	75,7	18,5	68,9	-50,4	86,4
1956	81,1	-56,6	121,23	-177,87	207,71
1957	309,9	112,6	654,69	-542,09	494,23
1958	233,2	252,7	916,48	-663,79	263,80
1959	247,2	342,4	714,88	-372,44	53,01
1960	57,5	-302,6	-107,47	-195,11	-5,63
1956-1960 (prom)	185,8	69,7	460,0	-390,3	202,6
1961	175,2	-299,4	-458,33	158,97	489,23
1962	474,5	-1179,1	-216,24	-962,83	2076,20
1963	198,1	-468,4	-211,77	-256,66	852,46
1964	573,9	-168,1	430,22	-598,28	998,97
1965	589,1	-419,9	1531,08	-1951,00	1475,21
1961-1965 (prom)	402,1	-507,0	215,0	-722,0	1178,4

(prom): promedio.

ΔEEP_U	$\Delta CIBP_U$	BPA + FMDF	$\Delta CIBP_R$	$\Delta CIB_{SIST. BANC.}$	$\Delta RESTO CIBP_R$
-6,05	-0,07	9,89	-2,59	6,30	-8,89
1,48	1,35	-5,25	16,62	10,24	6,39
4,07	-7,63	5,31	-3,41	-2,16	-1,25
-7,75	-1,19	-7,52	14,70	4,37	10,33
-13,52	13,46	15,21	-12,08	0,05	-12,14
-4,35	1,18	3,53	2,65	3,76	-1,11
4,32	3,84	0,34	9,39	20,69	-11,30
8,83	6,15	74,40	-48,70	-33,88	-14,82
2,34	-4,33	84,92	-43,62	-7,75	-35,87
-0,89	9,25	88,00	-17,58	23,96	-41,54
12,56	-0,73	32,52	5,21	-2,82	8,03
5,43	2,84	56,0	-19,1	0,0	-19,1
-5,41	21,65	19,90	16,35	8,72	7,63
0,08	39,83	-51,17	84,62	74,29	10,33
13,06	33,11	-14,93	79,58	36,38	43,19
-0,52	16,25	88,37	-17,87	28,44	-46,31
-12,32	-37,96	-57,55	133,23	51,95	81,28
-1,02	14,58	-3,1	59,2	40,0	19,2
30,76	16,42	124,53	-139,18	-14,10	-125,08
32,19	50,54	140,12	-9,92	67,08	-77,01
-12,23	60,02	150,38	-66,90	6,77	-73,67
17,79	77,36	245,53	-63,73	24,48	-88,21
1,38	158,00	-135,67	133,52	241,45	-107,93
13,98	72,47	105,0	-29,2	65,1	-94,4
34,05	173,66	151,07	-69,97	26,14	-96,11
122,17	372,06	606,83	-296,91	129,44	-426,35
258,30	5,50	516,50	-283,35	47,34	-330,68
22,36	30,65	395,45	-148,22	-50,29	-97,94
14,26	-19,90	-308,21	365,74	175,35	190,39
90,23	112,40	272,3	-86,5	65,6	-152,1
258,70	230,53	189,87	-14,72	51,74	-66,46
842,21	1233,99	897,13	-422,68	350,08	-772,76
783,67	68,79	384,03	-185,98	703,47	-889,45
371,47	627,50	830,90	-257,05	286,89	-543,94
620,77	854,44	1055,29	-466,16	92,23	-558,39
575,36	603,05	671,4	-269,3	296,9	-566,2

CUADRO A.4.2.1 (CONTINUACIÓN)
DESCOMPOSICIÓN ANALÍTICA DEL ORIGEN DE LA BASE MONETARIA
MILLONES DE PESOS
1936-2022

AÑO	ΔB	BPA	X-M	ΔEER _R	FMDf
1966	724,3	493,8	-1550,45	2044,23	-114,27
1967	760,8	-1308,5	1232,98	-2541,43	2388,55
1968	2100,6	169,1	-196,43	365,50	1195,41
1969	2228,7	-1434,1	329,60	-1763,70	2638,48
1970	2308,2	-2603,9	-368,88	-2234,97	3442,34
1966-1970 (prom)	1624,5	-936,7	-110,6	-826,1	1910,1
1971	849,4	-3350,1	-2990,00	-360,13	4478,87
1972	2632,2	-1591,7	2536,53	-4128,26	4699,99
1973	4.951	-1.391	6.129	-7.520	4.439
1974	4.398	-5.443	-1.225	-4.218	6.631
1975	7.367	-4.903	9.185	-14.089	12.586
1973-1975 (prom)	5.572	-3.912	4.696	-8.609	7.885
1976	13.295	18.940	19.429	-489	1.448
1977	23.043	24.409	25.926	-1.516	-123
1978	24.324	25.695	26.076	-382	-627
1979	25.224	57.261	22.848	34.413	-1.992
1980	34.789	52.101	6.221	45.880	18.870
1976-1980 (prom)	24.135	35.681	20.100	15.581	3.515
1981	33.547	9.477	-102.932	112.409	39.428
1982	35.902	-34.947	-138.268	103.321	96.918
1983	25.754	-109.629	-144.694	35.065	88.860
1984	14.428	-155.184	-100.841	-54.343	242.244
1985	63.327	-54.004	-47.184	-6.819	211.213
1981-1985 (prom)	34.591	-68.857	-106.784	37.926	135.732
1986	108.355	35.309	280.034	-244.725	302.400
1987	130.517	-103.818	261.613	-365.431	383.510
1988	151.157	-12.749	112.554	-125.303	534.478
1989	228.545	-90.242	384.604	-474.845	540.564
1990	212.371	-18.471	798.811	-817.282	255.362
1986-1990 (prom)	166.189	-37.994	367.523	-405.517	403.263
1991	408.149	1.071.725	1.522.172	-450.447	862.830
1992	968.200	762.241	543.471	218.770	309.593
1993	933.276	350.988	-1.611.735	1.962.722	731.021
1994	1.104.295	-95.899	-2.395.380	2.299.481	552.185
1995	932.837	194.426	-3.236.427	3.430.853	1.017.101
1991-1995 (prom)	869.351	456.696	-1.035.580	1.492.276	694.546

(prom): promedio.

ΔEEP_U	$\Delta CIBP_U$	BPA + FMDF	$\Delta CIBP_R$	$\Delta CIB_{SIST. BANC.}$	$\Delta RESTO CIBP_R$
-74,08	-40,20	379,50	344,82	92,14	252,68
1530,40	858,15	1080,10	-319,28	527,93	-847,21
1215,22	-19,81	1364,47	736,15	2066,93	-1330,78
2334,19	304,30	1204,38	1024,34	1481,84	-457,50
2910,78	531,56	838,49	1469,69	1917,55	-447,86
1583,30	326,80	973,4	651,1	1217,3	-566,1
3873,87	605,00	1128,74	-279,34	1561,00	-1840,34
4902,99	-203,00	3108,27	-476,09	1514,00	-1990,09
5.149	-710	3.048	1.903	5.682	-3.779
4.767	1.864	1.188	3.210	6.951	-3.741
10.331	2.255	7.682	-315	2.898	-3.213
6.749	1.136	3.973	1.599	5.177	-3.578
4.619	-3.171	20.389	-7.094	992	-8.086
2.445	-2.568	24.287	-1.244	2.939	-4.183
4.252	-4.879	25.067	-744	3.347	-4.091
20.276	-22.268	55.269	-30.046	-5.170	-24.876
29.146	-10.276	70.971	-36.182	-4.465	-31.717
12.148	-8.632	39.197	-15.062	-471	-14.591
41.212	-1.784	48.905	-15.358	-40	-15.318
41.556	55.362	61.971	-26.069	5.333	-31.402
46.510	42.350	-20.769	46.522	33.834	12.688
95.039	147.205	87.060	-72.632	42.661	-115.293
192.902	18.311	157.209	-93.883	-498	-93.385
83.444	52.289	66.875	-32.284	16.258	-48.542
317.657	-15.257	337.709	-229.354	45.043	-274.397
266.791	116.719	279.692	-149.175	21.956	-171.131
319.978	214.500	521.730	-370.573	5.156	-375.729
468.541	72.023	450.322	-221.778	44.411	-266.189
795.681	-540.319	236.891	-24.521	-178.655	154.134
433.730	-30.467	365.269	-199.080	-12.418	-186.662
735.177	127.653	1.934.555	-1.526.406	-18.400	-1.508.006
378.811	-69.218	1.071.833	-103.633	118.900	-222.533
633.378	97.643	1.082.009	-148.733	130.100	-278.833
553.834	-1.649	456.286	648.009	-99.500	747.509
823.401	193.700	1.211.527	-278.690	437.900	-716.590
624.920	69.626	1.151.242	-281.891	113.800	-395.691

CUADRO A.4.2.1 (CONTINUACIÓN)
DESCOMPOSICIÓN ANALÍTICA DEL ORIGEN DE LA BASE MONETARIA
MILLONES DE PESOS
1936-2022

AÑO	ΔB	BPA	X-M	ΔEER _R	F MDF
1996	392.824	895.288	-3.236.186	4.131.474	1.700.663
1997	750.845	-691.954	-4.069.996	3.378.042	1.486.927
1998	514.515	-4.138.977	-5.879.121	1.740.144	5.789.170
1999	104.392	-4.870.328	1.781.538	-6.651.866	7.989.715
1996-1999 (prom)	440.644	-2.201.493	-2.850.941	649.448	4.241.618
2000	919.444	-4.743.906	3.302.464	-8.046.370	9.665.200
2001	1.306.488	-5.045.133	-1.170.577	-3.874.556	9.014.200
2002	1.769.618	-6.199.762	-1.649.962	-4.549.800	10.403.000
2003	1.839.990	-1.004.454	-1.410.647	406.193	5.921.200
2004	2.180.515	7.588.490	1.099.051	6.489.439	-6.534.300
2005	2.988.213	4.881.207	555.971	4.325.237	-7.142.300
2000-2005 (prom)	1.834.045	-753.926	121.050	-874.976	3.554.500
2006	4.244.941	-3.289.659	-3.387.159	97.500	6.304.200
2007	4.074.772	12.103.750	-5.027.419	17.131.169	-8.675.800
2008	3.809.623	-3.221.073	-3.562.094	341.021	9.057.100
2009	3.140.167	2.322.290	-105.696	2.427.986	7.609.700
2010	4.165.692	-285.509	283.779	-569.288	-3.104.100
2006-2010 (prom)	3.887.039	1.525.960	-2.359.718	3.885.678	2.238.220
2011	5.689.291	1.006.610	5.909.541	-4.902.932	2.150.000
2012	4.125.158	12.146.743	1.902.491	10.244.252	-7.842.100
2013	5.922.685	4.970.457	-307.757	5.278.214	1.733.400
2014	8.947.236	-7.917.179	-17.242.800	9.325.621	15.274.900
2015	9.350.858	-6.140.295	-53.330.667	47.190.373	51.827.800
2011-2015 (prom)	6.807.046	813.267	-12.613.838	13.427.106	12.628.800
2016	6.347.780	9.691.161	-40.425.208	50.116.368	7.735.600
2017	985.698	-10.439.567	-24.964.900	14.525.333	11.978.800
2018	5.759.078	-19.021.345	-25.960.457	6.939.112	22.506.400
2019	9.921.562	26.019.292	-43.371.716	69.391.007	8.088.100
2020	17.759.541	-16.846.134	-45.893.073	29.046.939	65.692.400
2016-2020 (prom)	8.154.732	-2.119.319	-36.123.071	34.003.752	23.200.260
2021	16.012.928	-61.048.628	-73.863.328	12.814.699	76.082.200
2022	14.637.989	1.442.662	-98.461.409	99.904.071	-3.902.800

(prom): promedio.

ΔEEP_U	$\Delta CIBP_U$	BPA + FMDF	$\Delta CIBP_R$	$\Delta CIB \text{ Sist. BANC.}$	$\Delta \text{Resto CIBP}_R$
1.690.863	9.800	2.595.950	-2.203.126	-709.200	-1.493.926
1.695.727	-208.800	794.973	-44.128	1.139.100	-1.183.228
5.306.170	483.000	1.650.193	-1.135.678	783.200	-1.918.878
6.647.715	1.342.000	3.119.386	-3.014.995	1.783.700	-4.798.695
3.835.118	406.500	2.040.126	-1.599.482	749.200	-2.348.682
9.293.000	372.200	4.921.294	-4.001.850	-952.100	-3.049.750
9.807.000	-792.800	3.969.067	-2.662.579	-679.000	-1.983.579
9.835.000	568.000	4.203.238	-2.433.620	1.154.100	-3.587.720
5.234.000	687.200	4.916.746	-3.076.756	1.384.700	-4.461.456
-3.456.000	-3.078.300	1.054.190	1.126.326	-950.000	2.076.326
-5.729.000	-1.413.300	-2.261.093	5.249.306	1.513.900	3.735.406
4.164.000	-609.500	2.800.574	-966.529	245.267	-1.211.796
4.987.000	1.317.200	3.014.541	1.230.399	2.645.800	-1.415.401
-4.960.000	-3.715.800	3.427.950	646.822	-1.449.900	2.096.722
6.940.000	2.117.100	5.836.027	-2.026.404	-4.309.400	2.282.996
5.101.000	2.508.700	9.931.990	-6.791.823	-1.152.400	-5.639.423
-388.000	-2.716.100	-3.389.609	7.555.301	1.937.300	5.618.001
2.336.000	-97.780	3.764.180	122.859	-465.720	588.579
4.674.000	-2.524.000	3.156.610	2.532.681	1.566.900	965.781
-4.461.000	-3.381.100	4.304.643	-179.485	-1.136.300	956.815
9.200.000	-7.466.600	6.703.857	-781.172	-1.206.100	424.928
21.048.000	-5.773.100	7.357.721	1.589.515	7.261.600	-5.672.085
39.823.000	12.004.800	45.687.505	-36.336.648	-1.171.200	-35.165.448
14.056.800	-1.428.000	13.442.067	-6.635.022	1.062.980	-7.698.002
4.480.000	3.255.600	17.426.761	-11.078.981	-612.900	-10.466.081
8.482.000	3.496.800	1.539.233	-553.535	-584.300	30.765
21.538.000	968.400	3.485.055	2.274.023	5.185.100	-2.911.077
5.418.000	2.670.100	34.107.392	-24.185.830	-580.100	-23.605.730
60.238.000	5.454.400	48.846.266	-31.086.726	-907.900	-30.178.826
20.031.200	3.169.060	21.080.941	-12.926.210	499.980	-13.426.190
62.661.000	13.421.200	15.033.572	979.356	589.700	389.656
9.604.000	-13.506.800	-2.460.138	17.098.127	4.481.800	12.616.327

