

**Capítulo 15**  
**El Fondo Monetario**  
**Internacional y el**  
**Banco de la República**

---

**Roberto Junguito**

El autor agradece al Banco de la República y particularmente a Adolfo Meisel y Hernando Vargas por los comentarios a las versiones preliminares del texto y a Juliana Jaramillo por su colaboración en la edición del texto.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) fue creado en julio de 1944 como una de las instituciones que surgieron de la Conferencia de Bretton Woods e inició operaciones en 1947. Colombia fue uno de los 45 países que asistieron a la conferencia y se hizo miembro de dicha organización desde sus orígenes. El objeto de este trabajo es analizar las funciones de seguimiento, evaluación, recomendaciones y el impacto del FMI en las políticas a cargo del Banco de la República, esto es, la política monetaria, cambiaria (incluyendo la balanza de pagos), crediticia y financiera. El tema fiscal, que está directamente a cargo del Ministerio de Hacienda, se aborda también, pero, de manera particular, cuando afecta las decisiones a cargo del Emisor. La investigación se fundamenta en la revisión de los archivos (1946-2015) del FMI sobre Colombia, como fuente principal de información, y en su análisis se centra la metodología del trabajo y la bibliografía. En los archivos aparecen 999 documentos que cubren el período 1946-2010. También se encuentran disponibles los principales informes (*Staff Reports*) y documentos técnicos del período 2011-2015. El desarrollo del artículo es cronológico; se concentra en los principales acontecimientos económicos en cada una de las décadas y, sobre todo, en el diagnóstico y las recomendaciones hechas por las misiones del Fondo y las respuestas de política del Banco de la República frente a estas, de acuerdo con el FMI.

## **1. Los años cuarenta: el Fondo Monetario Internacional y el Banco de la República hacen contacto**

De acuerdo a los archivos del Fondo Monetario Internacional, la primera publicación sobre Colombia se remonta a diciembre de 1946 y se refiere a sus tasas de cambio de paridad. Entre otros asuntos, en ese primer documento se elogiaba el manejo cambiario de Colombia y se afirmaba que la balanza de pagos del país se encontraba en una situación muy satisfactoria y que las amplias reservas monetarias deberían ser más que suficientes para satisfacer la demanda anormal de importaciones presente en ese entonces. También agregaba que el fortalecimiento de la moneda durante la Guerra, las perspectivas

favorables de la balanza de pagos y las grandes reservas de oro y monetarias llevaban a la conclusión de que el peso colombiano era una de las monedas más fuertes en América Latina. Expresaba, además, que el valor de paridad del peso, de COP 1,75 por dólar, sostenido de manera exitosa por más de diez años, podría quizá mantenerse sin mayor dificultad (FMI, 1946, p. 2). Esta visión optimista sobre la solidez externa de la economía colombiana muy pronto se fue disipando; los documentos publicados en 1947 hablan del sistema cambiario de Colombia, la existencia de tasas múltiples de cambio, los impuestos a las ventas de divisas y la frágil posición de las reservas internacionales (FMI, 1947). En diciembre se publicó el primer informe sobre la balanza de pagos de Colombia (FMI, 1947); allí se destacaba que la posición de la balanza de pagos se venía deteriorando desde 1946, que el país había perdido USD 78 millones –o sea el 40 % de sus reservas monetarias– entre julio de 1946 y julio de 1947, y que en los meses posteriores el deterioro de las reservas internacionales se había frenado gracias a las mayores exportaciones de café y a los controles a las importaciones, pero planteaba el interrogante de si las autoridades en realidad tenían la situación de la balanza de pagos bajo control o si esta era simplemente una mejoría transitoria.

La primera Misión del Fondo Monetario a Colombia se dio en 1948 con ocasión de la Conferencia Panamericana, cuando ocurrieron los sucesos del 9 de abril. El FMI presentó en esa reunión un importante documento sobre su papel en América Latina (FMI, 1948); en él se planteaba que entre los países de la región existía el sentimiento –a juicio del FMI equivocado– de que los organismos creados en Bretton Woods poco o nada estaban haciendo para apoyar financieramente a los países de América Latina y venían gestionando la creación de organizaciones propias de la región como un banco interamericano de desarrollo y una corporación financiera de América Latina; la disposición del Fondo Monetario en esa reunión fue la de ofrecer su apoyo de balanza de pagos mediante programas formales con esa entidad.

Los disturbios ocurridos el 9 de abril llevaron a que Colombia fuese uno de los primeros países de la región en solicitar un programa formal con el FMI y recibir, mediante este, apoyo en recursos de balanza de pagos. En efecto, con fecha 20 de abril de 1948 el FMI publicó un documento sobre el reciente desarrollo económico de Colombia, en el cual se detalla la situación de su balanza de pagos, el impacto económico de los disturbios sociales y la solicitud de recursos al Fondo Monetario Internacional por parte de las autoridades colombianas (FMI, 1948). Respecto a la situación de la balanza de pagos, comentaba que las reservas internacionales habían vuelto a descender a partir de enero y atribuía esta caída al déficit fiscal y a la expansión monetaria, que había conducido a presiones inflacionarias crecientes. Argumentaba que los controles cambiarios y a las importaciones lucían inadecuados y que la tasa de paridad,

como resultado de la inflación interna, se había sobrevaluado. Agregaba que la erosión de las reservas sería mucho mayor en los meses siguientes a raíz de la insurrección interna, esto le llevaba a estimar los daños causados por los sucesos del 9 de abril y su impacto fiscal, dadas las necesidades de reconstrucción; al respecto, destacaba que aunque aparecía difícil precisar la incidencia de lo ocurrido sobre las cuentas fiscales y en la balanza de pagos del país, los daños inmediatos podrían estimarse en cerca de USD 40-50 millones y no entre USD 150-500 millones anunciados en la prensa colombiana. También se hacía referencia al interés de las autoridades colombianas por solicitar un acuerdo formal con dicho organismo.

Según se anota en el documento del FMI citado, en un principio la consulta del gerente del Banco sobre un posible acuerdo con el Fondo se hizo de manera informal y el Fondo respondió, también informalmente, de manera positiva señalando su disposición de apoyar al país, en línea con su política frente a América Latina, expresada en la exposición hecha ante la Asamblea Panamericana reunida en Bogotá. En una comunicación del 6 de mayo se presentó la solicitud formal de las autoridades colombianas (FMI, 1948). Según el Fondo, las medidas concebidas por las autoridades comprendían reforzar los controles cuantitativos a las importaciones, aumentar los impuestos a la venta de moneda extranjera, buscar un equilibrio en el presupuesto de la nación y elevar en un futuro los aranceles de importación. Lo esencial de la solicitud, a juicio del Fondo, y en cierta manera la condición para su desembolso, era el compromiso por parte de las autoridades de enfrentar los problemas de balanza de pagos mediante medidas comerciales, fiscales y cambiarias, temas que se discutieron con representantes del Gobierno en Bogotá. Así, data de esa época una comunicación (Recuadro 1) del gerente del Banco de la República, Luis Ángel Arango, solicitando al Fondo asistencia técnica sobre manejo cambiario, dada la emergencia del 9 de abril.

No obstante el interés de las autoridades colombianas por convenir un programa con el FMI y su disposición de adoptar medidas para enfrentar el desequilibrio creciente de la balanza de pagos, y del organismo multilateral de apoyar a Colombia con recursos de balanza de pagos, el proceso de negociación del acuerdo se prolongó durante los meses restantes de 1948 e involucró incluso enfrentamientos entre las partes. El plan original del Gobierno consistía en establecer un impuesto a la venta de moneda extranjera para importar, junto con controles cuantitativos a las importaciones, y fue presentado formalmente al FMI (FMI, 1948), pero su evaluación, a juicio del Fondo, fue adversa, consideraba que si bien las medidas propuestas mejoraban la situación financiera al reducir la demanda por importaciones y fortalecer los ingresos del Gobierno, estas lucían insuficientes; esa conclusión la dio a conocer algunos días más tarde (FMI, 1948), en comunicación al gerente del Banco de la República, en la

### **Recuadro 1** **Solicitud de asistencia técnica en materia cambiaria**

Le informamos que el Fondo ha recibido el siguiente cable del señor Arango del Banco Central de Colombia en respuesta al mensaje informal del Fondo respecto a las transacciones y discusiones sobre asuntos cambiarios, reenviado el otro día por medio del Sr. Márquez.

Interfund  
Washington

Bogotá, Colombia  
21 de abril de 1948

Sin perjuicio de que ustedes envíen una misión más numerosa después, pensamos que en este momento el Sr. Márquez nos puede prestar una ayuda muy valiosa colaborando en las medidas cambiarias que requiere la actual emergencia. Agradeceríamos que le autorice prolongar su estancia en esta ciudad.

Sinceramente,

Luis Ángel Arango  
Gerente

cual además le solicitaba al Gobierno revisar su plan financiero. Los ajustes adelantados por el Gobierno fueron en la dirección de establecer un premio a las exportaciones, pero con menores impuestos a la venta de divisas para importar, y resultaron ser aún menos aceptables para el FMI, pues este buscaba que las medidas frenaran la demanda por importaciones. En dicho informe a su Junta Directiva se quejaba del crecimiento monetario originado en el financiamiento al Gobierno, aunque reconocía la adopción de un aumento en el impuesto a renta para hacerle frente al desbalance fiscal, así como el aumento decretado en los impuestos para la venta de divisas, pero insistía en que las medidas eran insuficientes. El staff del Fondo planteaba a su Junta Directiva, por primera vez, de manera explícita, la conveniencia de adelantar una devaluación formal de la moneda, si bien comentaba que las autoridades colombianas se oponían a ello por el impacto en los precios internos y el efecto psicológico de pérdida de confianza en su moneda. En el Cuadro 1 se reproducen las estadísticas sobre la evolución del precio del dólar en el mercado libre.

En julio se envió una nueva misión a Colombia y se concretaron las medidas que las autoridades estaban dispuestas a adoptar (FMI, 1948). El Directorio

**Cuadro 1**  
**Tasa de cambio del peso en el mercado libre**  
**(pesos por dólar)**

Fecha	Tasa
1946	
Enero-agosto	1,84
Diciembre	1,93
1947	
Agosto	2,08
Septiembre	2,25
Octubre	2,40
Noviembre	2,70
Diciembre 31	2,33
1948	
Enero	2,45
Febrero	2,55
Marzo	2,60
Abril	2,70
Mayo (primera mitad)	2,80
Mayo 31	2,70

Fuente: Departamento del Comercio de los Estados Unidos (Foreign Commerce).

del FMI analizó las nuevas propuestas del Gobierno de Colombia, que comprendían devaluar el peso 10 %, mantener los impuestos a la venta de divisas y los controles a las importaciones, limitar los premios a las exportaciones por encima de la paridad de la moneda, y encontró que dicho programa sería aceptable siempre y cuando se mantuviera una política monetaria y fiscal que garantizara el control a la inflación, en ese sentido el director de la Misión se dirigió al gerente del Banco de la República comunicando la disposición de apoyar a Colombia. En documento del 20 de diciembre el Directorio del FMI (FMI, 1948) estudió y apoyó la propuesta de las autoridades de devaluar la moneda, y cuatro días más tarde el gerente anunció que se habían sometido al Congreso las medidas convenidas y que este las había aprobado con algunas modificaciones menores. El *Financial Times*, de Londres, había publicado el 18 de diciembre un artículo titulado “Colombian Reform” en el que se destacaban las modificaciones al régimen de cambios de Colombia y se preguntaba si estos representaban un éxito para el FMI. En el artículo se planteaba la insinuación de que Colombia se había visto obligada a seguir las indicaciones del FMI, no tanto por el beneficio del apoyo a la balanza de pagos, como por

el hecho de que el país estaba gestionando un préstamo cuantioso del Banco Mundial que no tendría probablemente desembolso si no se seguían los lineamientos en materia cambiaria del FMI. Era el comienzo de lo que años más tarde se llamó una condicionalidad cruzada (FMI, 1948).

Durante 1949 el tema cambiario continuó siendo el predominante. De manera complementaria, se trataron temas como el financiamiento con bonos de defensa y la producción de oro en Colombia. Pero, quizás, lo más importante de destacar es que el ajuste cambiario introducido a fines de 1948 parece haber sido insuficiente. En efecto, en el documento sobre la situación cambiaria y monetaria de Colombia publicado hacia mediados de año (FMI, 1949) el FMI indicaba que aunque el mercado del café aparecía estable, el país venía registrando un déficit comercial y durante los primeros meses de 1949 había continuado el deterioro de las reservas internacionales y las autoridades se habían visto obligadas a reforzar los controles cuantitativos a las importaciones. Por su parte, el mercado libre de divisas, cuya tasa había alcanzado COP 2,68 por dólar en diciembre 3 de 1948, frente al valor de paridad ajustado ese mes de \$1,96, había continuado depreciándose en 1949 y ascendido a COP 3,12 en abril, ante la dificultad de acceso a los dólares oficiales. También comenta que no se habían producido correctivos en la expansión monetaria y en el déficit del Gobierno, y que las presiones inflacionarias continuaban siendo agudas. Este es el retrato de la economía al final de la década de los cuarenta y el papel en la orientación de la política que desde entonces desempeñaron el FMI y el Banco de la República.

## **2. Los años cincuenta: asesoría y diálogo en materia cambiaria**

Los principales artículos del FMI sobre Colombia en los años cincuenta tuvieron que ver con el manejo de la tasa de cambio y la conveniencia de devaluarla y eliminar las tasas múltiples. Desde 1950 el FMI mostró preocupación por las presiones inflacionarias internas y la expansión de la liquidez por parte del Banco de la República, en particular al sector bancario, pero también a la industria privada y a la Federación Nacional de Cafeteros. El FMI colaboró con la Misión del Banco Mundial de 1950, dirigida por Lauchlin Currie, y con la Comisión de Desarrollo Económico, encargada de poner en marcha las recomendaciones de la Misión, y actuó como entidad clave en el apoyo técnico para adoptar la reforma cambiaria de 1951 que fijó la tasa en COP 2,50 por dólar. También fue consultado entonces por el Gobierno respecto del plan de unificar la tasa cafetera. Otro tipo de relación del FMI con las autoridades económicas colombianas fueron las consultas anuales de seguimiento a la economía, que en esa época se resumían en documentos titulados “Desarrollo

Económico Reciente de Colombia”, en los cuales se cubre el comportamiento general de la economía y las políticas aprobadas por el Gobierno.

El Cuadro 2, tomado del FMI (FMI, 1950), muestra la evolución de las reservas internacionales de Colombia representadas en oro en el Banco de la República y en divisas extranjeras (dólares y libras esterlinas), e indica que como resultado del ajuste cambiario adelantado en diciembre de 1948 se había logrado detener el proceso de deterioro de las reservas que se venía presentando, además se señala que a ello habían contribuido, asimismo, las mejores cotizaciones en el mercado del café y en las exportaciones del grano. En términos más estructurales, el tema de mayor preocupación del FMI e incluso de la Misión de Desarrollo Económico dirigida por el profesor Currie y que había iniciado sus sesiones en octubre, era el de la expansión monetaria y la inflación en Colombia, aunque juzgaba que este no era tan grave como en otros países de América Latina. Sin embargo, quizás lo más importante fue la designación de un experto en cuestiones cambiarias del FMI, Walter Robichek, como representante de dicho organismo, al Comité de Desarrollo Económico de la Misión Económica del Banco Mundial dirigida por Lauchlin Currie (FMI, 1950).

Con relación al tema cambiario, la atención en 1950 giró en torno a un tema menor que era el de las tasas cruzadas con la libra esterlina. Por su parte, las autoridades buscaron desvirtuar los rumores de que Colombia estaba en proceso de adelantar una nueva devaluación, e informaron al FMI los cambios que buscaban reducir la multiplicidad de tasas de cambio, mediante comunicación del gerente del Banco de la República anexando el Decreto 2218 del 10 de julio (FMI, 1950).

No obstante, la simplificación del sistema cambiario colombiano solo vino a ocurrir al año siguiente con el Decreto 637 (FMI, 1951). Por un lado, la tasa de cambio de compra se elevó a COP 2,50 por dólar y la de compra para exportaciones de café a COP 2,09; en octubre (FMI, 1951) las autoridades colombianas comunican al Fondo su intención de ajustar la tasa de compra para exportaciones de café a COP 2,17 por dólar. Por otro lado, se implementaron cambios en el sistema de control de importaciones (que eliminó los cupos y solo mantuvo una lista de importaciones prohibidas), modificaciones institucionales al suprimirse la Oficina Gubernamental de Cambios, Importaciones y Control de Importaciones, y se creó una Oficina de Registro de Importaciones en el Banco de la República y una Junta de Regulación de Cambios. Aunque se mantuvieron varias tasas de cambio para la venta de divisas y no una sola, como lo deseaba el FMI, en el informe de la Misión se reconocía que se había simplificado el sistema frente al hasta entonces vigente y consideraba que con la nueva tasa de cambio para importar se reduciría la demanda de divisas y se equilibraría, en gran medida, el déficit en la cuenta corriente; además, veía con optimismo el mayor valor de las exportaciones de café y se reconocían

**Cuadro 2**  
**Evolución de las reservas internacionales**  
**(millones de dólares)**

Año	Oro	Divisas	Total
1939	21,0	3,2	24,2
1940	17,5	7,4	24,9
1941	16,2	6,4	22,6
1942	25,0	36,8	34,8
1943	59,2	54,1	113,3
1944	92,4	65,8	158,2
1945	126,6	50,2	176,8
1946	145,4	30,9	176,3
1947	83,0	28,0	111,0
1948			
Enero	84,0	33,0	117,0
Febrero	85,0	25,0	110,0
Marzo	86,0	19,0	96,0
Abril	81,0	24,0	95,0
Mayo	69,0	23,0	92,0
Junio	65,0	30,0	95,0
Julio	63,0	29,0	92,0
Agosto	61,0	26,0	87,0
Septiembre	61,0	17,0	78,0
Octubre	55,0	26,0	81,0
Noviembre	55,0	26,0	83,0
Diciembre	51,0	33,0	84,0
1949			
Enero	49,0	35,0	84,0
Febrero	50,0	28,0	78,0
Marzo	47,0	20,0	67,0
Abril	45,0	19,0	63,0
Mayo	45,0	26,0	72,0
Junio	46,0	32,0	78,0
Julio	47,0	42,0	88,0
Agosto	48,0	26,0	74,0
Septiembre	49,0	24,0	79,0
Octubre	50,0	35,0	85,0
Noviembre	51,0	46,0	100,0
Diciembre	52,0	56,0	111,0
1950			
Enero	53,0	72,0	127,0
Febrero	64,0	64,0	128,0
Marzo	65,0	54,0	120,0
Abril	66,0	45,0	112,0
Mayo	n. a.	n. a.	93,0
Junio	n. a.	n. a.	108,0

n. a.: no aplica.  
Fuente: FMI (1950).

avances en la política monetaria al haber introducido controles a la expansión del crédito primario por parte del Banco de la República.

En su declaración al Comité de Desarrollo Económico el 30 de marzo de 1951, el jefe de la Misión del FMI (1951, p. 1) dijo que registraba:

[...] con gran placer para la Misión del Fondo el poder reunirse con el Comité que había jugado tan importante rol en la formulación del nuevo sistema cambiario, que ya había sido puesto en operación en Colombia. Este sistema representa un corajudo paso adelante en la simplificación de la estructura de tasas de interés múltiples, en la abolición del sistema de licencias de importación y de los pagos corrientes y en el establecimiento de las bases para una eventual unificación de las tasas de cambio a una única de paridad.

En 1952, en su documento sobre Colombia, el FMI (1952) reporta que como resultado de las medidas cambiarias adoptadas y la positiva evolución del mercado del café se había fortalecido la balanza de pagos, e informaba haberse dirigido a las autoridades para sugerir que se profundizara la liberalización de las importaciones y se unificaran las tasas de cambio. El gerente del Banco de la República, Luis Ángel Arango, le respondió de manera diplomática al director gerente del Fondo destacando el conjunto de medidas adoptadas por Colombia desde 1950 e indicando que “el Gobierno y las autoridades monetarias aprovecharían toda oportunidad favorable para continuar dichas políticas, que habían merecido opinión favorable de dicho organismo”, pero sin hacer compromisos concretos de acciones futuras. Un año más tarde, en la consulta anual con las autoridades (FMI, 1953) el Fondo reconocía que había un deterioro en la cuenta corriente y se quejaba de que las autoridades colombianas hubieran procedido a establecer un nuevo esquema de premios para favorecer algunas exportaciones menores, lo que, a su juicio, implicaba distanciarse del compromiso de unificar las tasas de cambio. Por otro lado, apoyaba la eliminación del impuesto de estampillas, que gravaba 3% el costo de las importaciones. A inicios de 1954 el FMI recibió de las autoridades colombianas y del Banco de la República su decisión de suspender de modo temporal el proceso de ajustar la tasa de cambio aplicable al café en razón de los aumentos en la cotización del grano y su posible impacto inflacionario, con lo cual no hubo objeciones. También, del Banco de la República, la decisión de eliminar la lista de libre importación para evitar la expansión monetaria que se daría al acumular reservas, y establecer un impuesto del 40% sobre estas para fortalecer los ingresos fiscales.

A fines de 1954 los precios del grano habían vuelto a descender y se recurrió a un nuevo programa con el FMI de apoyo a la balanza de pagos. En 1955 el Banco de la República le anunció al Fondo su decisión de unificar la

cafetera con la general de \$2,50 por dólar y restablecer la lista de prohibida importación (FMI, 1955). Las autoridades colombianas también consultaron en 1955 al FMI sobre modificaciones en el sistema cambiario al unificar las tasas del mercado libre correspondientes a exportaciones menores y el oro. En el documento de consulta con el FMI (1955) la posición del organismo multilateral consistía en que las medidas adoptadas por las autoridades a fin de enfrentar la caída de los precios del café podrían no llegar a ser suficientes para enfrentar el deterioro de su posición externa.

A finales de 1955, por intermedio del gerente del Banco de la República, se solicitó una nueva Misión del FMI sobre asuntos cambiarios. Su reporte (FMI, 1956) analizaba en profundidad el comportamiento de la economía colombiana destacando que el crecimiento económico del país desde la posguerra había sido uno de los más acelerados de la región y que el desarrollo de la industria mediante la sustitución de importaciones también había registrado avances importantes. Sin embargo, identificaba que el déficit de la cuenta corriente había desmejorado y recomendaba hacer ajustes al sistema cambiario y depreciar la tasa oficial de cambio a \$4 por dólar, o mayor, pero dejaba en manos de las autoridades la decisión de establecer un régimen de tasa fija o flexible. En razón de la depreciación cambiaria y su efecto inflacionario, así como medio de frenar la demanda, sugería al Banco de la República limitar la expansión del crédito primario principalmente al Gobierno. Las medidas adoptadas a fines de 1956 e inicios de 1957 se limitaron a establecer mayores controles para restringir importaciones y a traspasar productos de importación al mercado libre.

Las modificaciones en materia cambiaria se dieron en el inicio de la administración a la Junta Militar de Gobierno en 1957. Cabe recordar que esta estuvo a cargo de la nación entre el 10 de mayo de 1957 y el 7 de agosto de 1958. Las autoridades económicas solicitaron una misión técnica y en el curso de las discusiones con esta el Gobierno propuso un programa de estabilización que encontró el beneplácito del FMI. El programa de estabilización (FMI, 1957) comprendía simplificar y mejorar la estructura de tasas de cambio creando una tasa libre y flexible además de la de certificados de cambio para la mayoría de las importaciones, eliminar los controles cuantitativos a las importaciones manteniendo una lista de las prohibidas, proveer suficiente oferta de divisas para importar que garantizaran un mercado ordenado, el compromiso de ponerse al día con los pagos atrasados de importaciones y la decisión de controlar efectivamente la inflación por medio de una política monetaria más restrictiva. Las medidas fueron adoptadas el 17 de junio y estuvieron apoyadas con un acuerdo de *stand-by* con el FMI (1957). Las autoridades económicas modificaron ligeramente el esquema cambiario en marzo de 1958, sobre todo al establecer un depósito previo para importar, e informaron de ello al FMI, y

al final del mandato de la Junta Militar solicitaron la renovación del acuerdo de stand-by.

No obstante las medidas adoptadas en el frente cambiario, la situación de la balanza de pagos empeoraba debido al rápido deterioro de los precios internacionales del café, y la inflación se aceleró a causa del impacto de la devaluación sobre los precios internos. La tasa de cambio en el mercado de certificados de cambio se depreció desde COP 4,80 –a lo que se había ajustado para importar con las modificaciones de junio de 1957– a COP 6,18 en el curso de un año, como se aprecia en el Cuadro 3. El Banco, a comienzos de 1958, convino con el FMI un conjunto de medidas para restringir el crédito.

A manera de resumen de lo sucedido en las relaciones entre el Fondo Monetario Internacional y el Banco de la República durante los años cincuenta, se encuentra que en efecto el centro de atención en el diálogo entre las autoridades económicas de Colombia y el Fondo Monetario Internacional se centró en la tasa de cambio y que el interlocutor principal del Gobierno con el FMI fue el Banco de la República, en cabeza de su gerente. Los temas atinentes a los mecanismos de control de importaciones y las medidas monetarias dirigidas a controlar la demanda de importaciones también formaron parte del diálogo con ese organismo. Si bien el Banco de la República acató como filosofía y principio las sugerencias del FMI dirigidas a unificar la tasa de cambio, la experiencia durante la década indica que las autoridades tuvieron flexibilidad al orientar las medidas cambiarias y de control de importaciones y que el FMI entendió y no objetó las medidas de las autoridades, que en ocasiones diferían de la filosofía acordada. Durante la década de los cincuenta la influencia del Banco Mundial, a partir de la Misión dirigida por Lauchlin Currie, fue preponderante incluso en los temas cambiarios a cargo del FMI.

No obstante dicha actitud de apoyo y entendimiento del FMI con las autoridades colombianas, las relaciones tuvieron su primer conato de enfrentamiento en 1959, a raíz de los cambios introducidos en el manejo cambiario por la administración del presidente Lleras Camargo en 1959. En su análisis y respuesta a estas modificaciones, el FMI (1959) destacaba que el Gobierno aparentemente había modificado y puesto en marcha algunos cambios de envergadura desde inicios de ese año; entre estos resaltaba: el establecimiento de una nueva tasa fluctuante de compra con las divisas provenientes de las exportaciones menores, al igual que un número indeterminado de tasas de compra con las divisas provenientes de exportaciones de manufacturas; haber fijado una nueva tasa de venta para las exportaciones de petróleo; autorizar al Banco de la República para utilizar diversas tasas en la venta de divisas destinadas al pago de seguros y fletes, además de varios cambios en el sistema de control a las importaciones, sobre todo en los casos de acuerdos bilaterales de comercio, todo lo cual, a juicio del FMI, daba lugar a una proliferación de

**Cuadro 3**  
**Tasas de cambio de compra de divisas. Certificados de cambio y libre**

Fecha	Certificado	Libre	Fecha	Certificado	Libre
1957			1957		
Junio 17 (predevaluación)	6,3	6,32	Diciembre 4	5,39	6,21
Junio 21 (comienza nuevo sistema)	4,85	5,9	Diciembre 7	5,34	6,19
Julio 2	4,82	6,0	Diciembre 9	5,32	6,19
Julio 4	4,8	6,15	Diciembre 13	5,38	6,22
Julio 31	4,8	5,59	Diciembre 14	5,42	6,23
Agosto 13	4,81	5,95	Diciembre 20	5,39	6,12
Agosto 14	4,82	5,93	Diciembre 21	5,36	6,12
Agosto 16	4,93	5,95	1958		
Agosto 17	5,0	5,93	Enero 2	5,44	6,25
Agosto 22	4,87	5,95	Enero 3	5,46	6,25
Agosto 23	4,95	5,96	Enero 7	5,47	6,24
Agosto 27	4,96	5,93	Enero 8	5,5	6,24
Agosto 31	4,99	5,89	Enero 9	5,57	6,24
Septiembre 2	5,02	5,94	Enero 10	5,59	6,24
Septiembre 3	5,11	5,94	Enero 14	5,55	6,25
Septiembre 5	5,23	5,94	Enero 23	5,662	6,51
Septiembre 6	5,2	5,95	Enero 25	5,71	6,67
Septiembre 9	5,14	5,94	Enero 28	5,82	6,79
Septiembre 10	5,11	5,94	Enero 29	5,9	6,8
Septiembre 28	5,07	5,94	Febrero 13	6,0	6,83
Septiembre 30	5,04	5,94	Febrero 14	6,05	7,01
Octubre 2	5,05	5,95	Febrero 15	6,11	7,06
Octubre 3	5,11	5,96	Febrero 17	6,15	7,14
Noviembre 7	5,12	6,17	Febrero 19	6,0	6,87
Noviembre 8	5,16	6,16	Febrero 22	6,03	6,84
Noviembre 12	5,2	6,14	Febrero 23	6,12	6,95
Noviembre 22	5,25	6,24	Febrero 24	6,18	6,92
Noviembre 26	5,29	6,21	Marzo 3	6,1	-
Noviembre 30	5,3	6,2			

Fuente: Fondo Monetario Internacional, con fuente original del Banco de la República.

tasas de cambio y subsidios a las exportaciones de manera *ad hoc*, lo que llevaba al organismo a no dar su apoyo a las medidas introducidas. En las consultas con las autoridades en 1959 (FMI, 1959), el Fondo se quejó de las nuevas

restricciones adoptadas y la proliferación de tasas múltiples de cambio, pero informaba que el Gobierno había asegurado utilizar las autorizaciones para poner en marcha el esquema de tasas múltiples adoptadas. Aunque el Fondo reconoció que el Gobierno en 1958-1959 había corregido el desequilibrio de la balanza de pagos, le recomendó simplificar el esquema cambiario. En su consulta de 1959 también fue crítico sobre la laxitud de la política monetaria en esos años y atribuía a esto la gestación de presiones inflacionarias superiores al 15 % anual. El Cuadro 4 presenta los principales indicadores económicos de Colombia durante la década de los cincuenta, de acuerdo a series estadísticas históricas del Banco de la República.

**Cuadro 4**  
**Indicadores económicos 1951-1960**

Año	Crecimiento PIB (porcentaje)	Inflación (porcentaje)	Exportaciones FOB (millones de dólares)	Importaciones CIF (millones de dólares)	Precio del café (dólares por libra)	Tasa de cambio (pesos/dólar)	ITCR 1994 =100	Déficit de cuenta corriente (porcentaje del PIB)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)
1951	3,1	9,3	458	419	58,7	2,39	39,4	-0,3	1,4
1952	6,3	-2,4	471	415	57,0	2,51	43,3	0,1	1,1
1953	6,1	7,4	594	547	59,8	2,51	40,8	-0,3	0,9
1954	6,9	8,7	654	672	80,0	2,51	37,7	-0,9	0,9
1955	3,9	2,2	582	669	64,6	2,51	36,7	-1,8	0,5
1956	4,1	7,8	537	657	74,0	2,51	34,6	-0,2	-0,1
1957	2,2	20,2	511	483	63,9	3,84	45,6	-1,9	1,0
1958	2,5	8,1	461	400	52,3	6,41	72,2	1,4	1,2
1959	7,2	7,9	473	416	45,2	6,40	67,5	1,2	1,5
1960	4,3	7,2	465	519	44,3	6,65	66,2	-1,5	0,8

Fuente: estimaciones del autor con base en las estadísticas históricas del Banco de la República: tasa anual, porcentaje de crecimiento real del PIB, inflación anual (%) según el índice de precios al consumidor (IPC), valor anual de las exportaciones FOB en millones de dólares, valor anual de las importaciones CIF en millones de dólares, tasa nominal de cambio del peso frente al dólar e índice de tasa de cambio real (ITCR) con año base 1994 = 100. Las cifras fiscales de déficit del Gobierno central respecto al PIB del estudio Junguito y Rincón (2007) y los precios del café colombiano en centavos de dólar por libra, tomados de Junguito y Pizano (1997), Cuadro VIII-2.

### 3. Los años sesenta: de la colaboración al enfrentamiento

En mayo de 1960 las autoridades de Colombia, mediante carta del ministro de Hacienda y el gerente del Banco de la República, se dirigieron al Fondo Monetario Internacional con el objeto de pedir una revisión del acuerdo vigente

con ese organismo y, ante todo, solicitaban un relajamiento en lo relacionado con los márgenes de expansión del crédito del Banco de la República, pues consideraban que estaban frenando indebidamente la economía. Las autoridades proponían eliminar el encaje marginal bancario del 100 % y reducir el período de congelación de los depósitos previos de importación. El FMI respondió positivamente a la solicitud de Colombia al considerar que en el último año se había reducido el crédito del Banco de la República y en vista del ambicioso programa de obras públicas previsto a partir de 1961 (FMI, 1960). Por otro lado, el Fondo destacaba el buen comportamiento de la balanza de pagos en 1958-1959 gracias a la devaluación y sugería unificar la tasa de cambio y reducir restricciones a importaciones. El Fondo también solicitaba no intervenir la tasa libre de cambio y alertaba sobre la posibilidad de que se debilitara la posición externa del país por la relajación monetaria. En octubre las autoridades colombianas solicitaron y tuvieron la aprobación de renovar y ampliar el acuerdo de *stand-by* e informaron la reducción del impuesto a la exportación de café con el fin de compensar a los productores por la caída de los precios internacionales.

Al año siguiente, en el documento preparatorio para las consultas (FMI, 1961) el Fondo mostraba preocupación por el manejo de la política macroeconómica y anotaba que el incremento del gasto público, la relajación de las políticas monetarias, el surgimiento de rigideces en la política de manejo de la tasa de cambio y la desinclinación de las autoridades a reforzar los controles a las importaciones eran:

[...] todas estas indicaciones [de] que las autoridades colombianas habían abandonado en el curso de 1960 las políticas de austeridad que habían producido unos superávits sustanciales en la balanza de pagos durante los tres años precedentes. Esta conclusión también se ha visto apoyada en las declaraciones públicas y aun en las comunicaciones entregadas personalmente por las autoridades.

Agregaba que la necesidad de estimular la economía había sido obvia y que el Directorio del FMI le había dado apoyo a las solicitudes de las autoridades, pero que la forma como se estaba respondiendo a la nueva situación de la economía planteaba, a su juicio, problemas mayúsculos en la orientación de la política financiera. Esta situación comprendía un desacuerdo mayor entre el FMI y las autoridades económicas en torno al manejo macroeconómico. En términos de las recomendaciones concretas del FMI ante esta situación, cabe agregar que el Directorio, en aras del principio de unificar las tasas de cambio, simplemente urgió a las autoridades regresar a un manejo flexible de la tasa oficial de cambio y permitir que la tasa libre encontrara su nivel de equilibrio sin intervenciones del Banco de la República.

La situación de la economía continuó deteriorándose y a fines de 1961 las autoridades colombianas se dirigieron al FMI solicitando un apoyo de balanza de pagos adicional dentro de su acuerdo de *stand-by* con dicho organismo (FMI, 1961). En la carta dirigida por el ministro de Hacienda y el gerente del Banco de la República las autoridades económicas justificaban la solicitud de mayor acceso a los recursos del FMI en razón de las dificultades previstas en la balanza de pagos en los meses venideros y se comprometían a hacer correctivos en la política macro. En cuanto al manejo cambiario expresaban su intención de moverse hacia un sistema unificado de tasa de cambio “tan pronto las condiciones lo permitiesen” y destacaban que la eliminación del impuesto a la exportación de productos básicos iba en esa dirección. En lo monetario simplemente expresaban el compromiso de adoptar medidas prudentes dirigidas a evitar presiones inflacionarias. El FMI, no obstante el deterioro de los indicadores macro, dio su aprobación a la solicitud sin hacer exigencias adicionales considerando, quizás, que esta era una etapa de transición de gobiernos y que los ajustes estructurales de la economía se discutirían con la administración entrante.

En efecto, desde el inicio de la administración Valencia el Gobierno emprendió un ambicioso programa de estabilización que comprendió medidas cambiarias, monetarias y fiscales. Este programa, según lo recuerda quien se desempeñó como ministro de Hacienda en la época y venía de ser embajador de Colombia en Washington, Carlos Sanz de Santamaría (1965), había sido concebido en conjunto con el *staff* del FMI desde fines de la administración anterior. El FMI (1962) informó al Directorio las medidas propuestas por el ministro Sanz de Santamaría en 1962 y en proceso de aprobación por el Congreso; entre estas señalaba el establecimiento de una sobretasa a las importaciones que, de hecho, elevaba la tasa para importar del \$6,70 al \$9 por dólar. En cuanto a las medidas de carácter fiscal, mencionaba las propuestas dirigidas a elevar los recaudos fiscales mediante impuestos indirectos adicionales a juegos, gasolina, cerveza y otros productos, y a las herencias. En lo monetario, la principal medida comprendía la implementación de un encaje marginal del 100 % sobre los depósitos bancarios. Después el gerente del Banco de la República le informó de manera formal al Fondo la devaluación en la tasa de cambio, de COP 6,50 a COP 7,10 para café, petróleo y oro, e incluye la solicitud de *stand-by* y los compromisos de política. Unos meses más tarde anunció la depreciación, de COP 6,70 a COP 9,00 adoptada en noviembre 20 de 1962, y el compromiso de defenderla con políticas monetarias y fiscales apropiadas.

En mayo de 1963 el FMI (1963) considera que lo más vulnerable del programa económico del Gobierno era la política de precios y salarios y critica la medida de ajuste salarial del 30 % retrospectivo adoptado por ley. Se reconoce la importancia del ajuste, pero se estima una pérdida del 50 % del impacto

fiscal por ajuste salarial. En su reporte global sobre la economía colombiana de mediados del año siguiente (FMI, 1963) hacía un recuento de las medidas cambiarias adoptadas en noviembre de 1962, calificándolas como una reforma mayor, pero, al mismo tiempo se quejaba por la medida de ajuste de salarios adoptada mediante la ley sobre ajuste salarial aprobada por el Congreso y que hacía dichos ajustes retrospectivos desde inicios del año. Resaltaba que la Ley 1 de 1963 en efecto había elevado los salarios mínimos mensuales en un 40 %, así como una cláusula de ajuste automático de los salarios semestral que compensaba por los incrementos en el índice del costo de vida. La preocupación del organismo era el traspaso del ajuste de la tasa de cambio a la inflación interna que pudiese darse como consecuencia de ello. Por lo tanto, el tema de la expansión del crédito al sistema bancario y en general las medidas de control monetario fueron el centro de la discusión con las autoridades. No obstante las medidas adicionales adoptadas, en el documento de inicios del año siguiente (FMI, 1964), que analizaba la solicitud colombiana de un nuevo acuerdo tipo *stand-by*, el Fondo indicaba que el impacto de las medidas adoptadas para controlar la inflación habían sido insuficientes (en algún aparte del documento se habla de “desastrosas”), pues la expansión neta del Banco había sido del 23% anual y en 1963 se había pasado a registrar aumentos entre 30%-35% anual en el índice de precios, cuando en años anteriores apenas había alcanzado cerca del 5% anual, según se aprecia en el Cuadro 5.

Como era de esperar, la conveniencia de establecer un nuevo ajuste cambiario se hizo evidente más adelante. En 1964 las medidas de tipo monetario y cambiario comenzaron a tener origen en las resoluciones de la recién creada Junta Monetaria, pero no se adelantó una nueva devaluación de la moneda. En agosto de 1965 el ministro Joaquín Vallejo dirigió una carta al director del FMI (1965), en la cual se tomaba “la libertad de consultar” a ese organismo sobre las medidas de ajuste cambiario que se proponía adelantar y que, en esencia, procederían a ajustar la tasa de compra de los dólares provenientes de las exportaciones menores a \$14 por dólar, a \$9 para el capital destinado a exploración de hidrocarburos y a \$8,50 la correspondiente al café. Por su parte, establecería dos mercados para las importaciones: uno preferencial, que se mantenía en \$9 por dólar, y otro intermedio al cual se aplicaba la tasa de \$14 por dólar y cubría el 65 % de los pagos de importaciones. Las medidas anunciadas fueron adoptadas con algunos ajustes en septiembre. En noviembre las autoridades colombianas, mediante carta del ministro de Hacienda y el gerente del Banco de la República, solicitan un nuevo *stand-by* con vigencia de un año, que fue aprobado por el Directorio del FMI (1965), en el cual se comprometían a reforzar las medidas cambiarias y monetarias adoptadas en septiembre.

En su informe al Directorio (FMI, 1965) el *staff* de dicho organismo comentaba que los ajustes salariales adelantados luego de la devaluación de 1962

**Cuadro 5**  
**Indicadores de inflación en Colombia, 1960-1963**

Periodo	Índice nacional del costo de vida trabajadores	Índice nacional del costo de vida empleados	Índice nacional del costo de vida obreros
Dic. 1960-Dic. 1961	+ 5,5	+ 6,2	+ 5,3
Dic. 1961-Dic. 1962	+ 6,0	+ 6,7	+ 4,8
Dic. 1962-Dic. 1963	+ 35,4	+ 29,9	+ 33,0
1962 - Octubre	+ 0,3	+ 0,3	+ 0,6
Noviembre	+ 0,6	+ 0,7	+ 1,0
Diciembre	+ 0,9	+ 0,6	+ 1,9
1963 - Enero	+ 4,0	+ 3,2	+ 3,3
Febrero	+ 6,2	+ 5,8	+ 6,4
Marzo	+ 5,4	+ 4,8	+ 5,5
Abril	+ 4,5	+ 4,0	+ 3,8
Mayo	+ 1,2	+ 1,3	+ 1,8
Junio	+ 2,4	+ 1,8	+ 1,6
Julio	+ 0,6	+ 1,0	- 0,1
Agosto	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,2
Septiembre	+ 1,1	+ 0,7	+ 1,4
Octubre	+ 1,9	+ 1,1	+ 1,2
Noviembre	+ 2,4	+ 1,5	+ 2,0
Diciembre	+ 1,0	+ 0,9	n. a.

n. a.: no aplica.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (1963), con fuente en Banco de la República, revista y datos sin publicar.

habían desembocado en incrementos de precios que habían hecho inviable la tasa de COP9 por dólar establecida entonces y que en septiembre los ajustes a una tasa más realista de COP13,50 (pues no se pudo ajustarla al nivel más alto originalmente propuesto por las autoridades), representaban un paso positivo para reducir el déficit de la balanza de pagos. En efecto, las reservas internacionales habían declinado en 1964. Al lado del ajuste cambiario y como resultado de este, se procedió en 1965 a adelantar una agresiva liberalización de importaciones que fue aplaudida por el Fondo Monetario Internacional, pero que no fue exitosa. En el ámbito fiscal también se adoptaron algunas medidas fiscales dirigidas a incrementar los recaudos. Respecto del manejo monetario destacaba que desde noviembre de 1963 se había traspasado la dirección de la política monetaria a una Junta Monetaria compuesta principalmente por los ministros del área económica y que, desde entonces, se venían adoptando medidas dirigidas a lograr un mayor control del crédito primario y perfeccionando las técnicas del manejo monetario.

En agosto de 1966, recién iniciada la administración Lleras, se informa por parte del gerente del Banco de la República al FMI (1966), y este a su directorio, de nuevas medidas cambiarias adoptadas por las autoridades, consistentes en devaluar la tasa de cambio cafetera de COP8,94 a COP9,35 por dólar, el traspaso de las importaciones preferenciales a una lista o categoría de libre importación cuya tasa de cambio pasaba de COP9,00 a COP13,50 por dólar, y la desaceleración del proceso de desmontar los depósitos previos de importación. En noviembre el gerente anuncia que ante la caída de los precios internacionales del café y “no estando listos los nuevos esquemas de operaciones del mercado cambiario” se adoptaban nuevos controles a las ventas de divisas (FMI, 1966). En el documento que reportaba la vigilancia de la economía colombiana, el FMI (1967) circuló en marzo 16 el informe sobre Colombia a su directorio en el que criticaba las medidas adoptadas en noviembre con el argumento de que con estas el país tenía cinco tasas de cambio y recomendaba eliminar el esquema de tasas múltiples. También consignaba que la política monetaria había continuado su expansión excesiva. Aunque dicho informe se basaba en información recogida por la Misión que acababa de visitar a Colombia, en ningún aparte se comentaba que las autoridades colombianas estaban *ad portas* de expedir su nuevo esquema cambiario.

Fue solo el 22 de marzo cuando se expidió el conocido Estatuto Cambiario, mediante el Decreto 444 de 1967, y en abril cuando se analizó por parte del Fondo Monetario, primero, una solicitud de apoyo financiero a la balanza de pagos a través de un nuevo *stand-by* con ese organismo (FMI, 1967) solicitado el 28 de marzo y aprobado el 4 de abril, y días después la discusión más amplia (FMI, 1967). En el informe sobre la consulta del 17 de abril se destaca que la reforma adoptada a comienzos de 1967 combinaba “una devaluación gradual del peso con una liberalización extensiva del esquema de pagos al exterior particularmente para el pago de las importaciones”. En el suplemento posterior, el Fondo Monetario informaba al directorio la expedición del Decreto 444 y argumentaba que este contenía una reformulación completa de las disposiciones en materia cambiaria reemplazando el gran número de regulaciones emitidas en los últimos siete años. En cuanto a los cambios institucionales, mencionaba que el decreto ampliaba los poderes de la Junta Monetaria en materia de formulación de la política cambiaria. Respecto de su evaluación a las modificaciones en materia cambiaria indicaba que el nuevo sistema representaba un avance frente al establecido en noviembre, puesto que el nuevo esquema de tasas de cambio era menos complejo y en varios casos se introducían cambios encaminados a establecer tasas de cambio más “realistas”, así como una tasa fluctuante para los principales pagos. Era esta, pues, una respuesta positiva al sistema del *crawling peg* que se iniciaba en ese entonces. Agregaba que las autoridades colombianas habían dado la seguridad

de emprender un esquema de tasa de cambio flexible y dar pasos hacia la eliminación de las restricciones vigentes al comercio exterior y los pagos internacionales, para concluir que el FMI no objetaba mantener temporalmente el esquema de tasas múltiples de cambio y restricciones a los pagos y transferencias para las transacciones internacionales. El Fondo mantenía preocupación con la política monetaria y, sobre todo, con la expansión sostenida del crédito del Emisor a los bancos privados.

La lectura de las publicaciones del Fondo señala que si bien en la entidad hubo inconformismo con las medidas cambiarias adoptadas en noviembre de 1966 y con el manejo monetario de ese año, este no fue el caso con la expedición del Decreto 444 de 1967, que fue considerado como una gran mejoría frente al esquema cambiario hasta entonces vigente; de hecho, las reformas introducidas en este y el reconocido buen manejo fiscal y salarial llevó al FMI a apoyar la solicitud de un nuevo *stand-by* con ese organismo. No obstante, la visión predominante en Colombia según la *Memoria del ministro de Hacienda* de la época, Espinosa (1970), es que sí hubo gran enfrentamiento con el FMI a raíz del Decreto 444 y que entonces se impuso la visión del Gobierno en contra de las solicitudes del Fondo Monetario. En un trabajo del Banco de la República (1987) con motivo de celebrarse los veinte años del Estatuto Cambiario, Alejandro López ya había hecho críticas a esa visión. El Cuadro 6 complementa la información de esta sección con los indicadores económicos de Colombia en la década de los sesenta.

#### **4. Los años setenta: críticas a la UPAC y el problema inflacionario**

Para tener una mejor comprensión de las relaciones sostenidas entre el Fondo Monetario Internacional y las autoridades económicas de Colombia durante los años setenta cabe, en primer lugar, recordar que a inicios de esa década el FMI eliminó el régimen de paridades establecido en Bretton Woods y dio mayor libertad a los países para escoger su régimen cambiario y permitir la flotación de sus monedas. Desde entonces el énfasis en las relaciones con el FMI dejó de estar centrado casi con exclusividad en el tema cambiario y de balanza de pagos, en tanto que la política monetaria, como la fiscal, comenzó a tener mayor preponderancia. En segundo lugar, valga señalar que durante los dos últimos años de los sesenta la economía colombiana mantuvo una buena marcha en términos del crecimiento económico, el control a la inflación, el fortalecimiento de la balanza de pagos y el manejo cambiario. En las evaluaciones de la economía colombiana a inicios de 1970 se resaltaba que, como resultado de un coordinado conjunto de políticas establecidas desde

**Cuadro 6**  
**Indicadores económicos 1961-1970**

Año	Crecimiento PIB (porcentaje)	Inflación (porcentaje)	Exportaciones FOB (millones de dólares)	Importaciones CIF (millones de dólares)	Precio del café (dólares por libra)	Tasa de cambio (pesos/dólar)	ITCR 1994 = 100	Déficit de cuenta corriente (porcentaje del PIB)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)
1961	5,1	5,9	434	557	43,6	6,70	63,7	-2,2	-1,1
1962	5,4	6,4	463	540	40,8	6,80	62,6	-1,9	-1,2
1963	3,3	32,6	446	506	39,6	9,00	62,1	-1,9	-1,2
1964	6,2	8,9	548	586	48,8	9,00	57,8	-1,4	-0,7
1965	3,6	14,6	539	454	47,4	10,50	55,7	-0,1	-0,5
1966	5,4	13,0	508	674	44,1	13,50	58,4	-3,6	0,1
1967	4,2	7,3	510	497	41,1	14,50	70,6	-0,8	-0,2
1968	6,1	6,6	558	643	41,3	16,30	79,4	-2,0	0,0
1969	6,4	8,6	608	685	41,8	17,30	81,8	-1,9	-0,3
1970	6,7	6,8	736	843	54,0	18,40	86,6	-3,3	-0,5

Fuente: estimaciones del autor con base en las estadísticas históricas del Banco de la República: tasa anual, porcentaje de crecimiento real del PIB, inflación anual (%) según el índice de precios al consumidor (IPC), valor anual de las exportaciones FOB en millones de dólares, valor anual de las importaciones CIF en millones de dólares, tasa nominal de cambio del peso frente al dólar e índice de tasa de cambio real (ITCR) con año base 1994 = 100. Las cifras fiscales de déficit del Gobierno central respecto del PIB, del estudio Junguito y Rincón (2007), y los precios del café colombiano en centavos de dólar por libra tomados de Junguito y Pizano (1997). Cuadro VIII-2.

1967, esta había continuado su buen progreso en 1969. El crecimiento anual del PIB había alcanzado 6,2%, la tasa más alta en una década, y se afirmaba que dada la continuidad de las políticas económicas en los pasados tres años y el beneficio de mejores precios internacionales del café, las perspectivas para el siguiente año eran las de una mayor aceleración del crecimiento económico y un mejoramiento estructural de la economía (FMI, 1970). En marzo de 1970 las autoridades colombianas solicitaron al Fondo —y consiguieron su apoyo— (FMI, 1970) un nuevo acuerdo anual de stand-by en un momento de tránsito entre las administraciones de Carlos Lleras Restrepo y Misael Pastrana Borrero. Al recomendar la aprobación de este acuerdo el staff del FMI destacaba textualmente:

En los últimos tres años, Colombia ha hecho un progreso remarcable hacia el restablecimiento de la estabilidad financiera, diversificando la producción y las exportaciones, y fortaleciendo la balanza de pagos. Este progreso se logró por medio de una exitosa implementación de políticas económicas y financieras, en apoyo de las cuales el Fondo ha extendido a Colombia sucesivos programas de Stand-By.

Estas fueron las condiciones en que se inició la administración Pastrana Borrero, la cual estuvo bajo el escrutinio del FMI desde un comienzo y la primera revisión de la situación de la economía y las políticas de la nueva administración se llevó a cabo con ocasión de la solicitud de un nuevo *stand-by* con ese organismo en marzo de 1971 (FMI, 1971). En ese momento las nuevas autoridades justificaron la necesidad de acceso a recursos de balanza de pagos del FMI en razón del impacto adverso que se preveía por la liberalización de importaciones emprendida en 1970 y el lento crecimiento de las exportaciones menores registrado en ese año. Por lo demás, las intenciones de las autoridades eran las de continuar los lineamientos de políticas macro de los últimos años. De acuerdo con los informes del FMI (1972), la evolución de la economía en 1971 había mostrado signos adversos, pues la tasa de crecimiento se había desacelerado y la balanza de pagos registraba un gran déficit debido al derrumbe de los precios internacionales del café. Además, las autoridades habían respondido con incremento del endeudamiento público mediante recursos de corto plazo. Asimismo, mostraba preocupación por el crecimiento de crédito del Banco de la República al sistema bancario y al Gobierno y por los signos de mayores presiones inflacionarias internas.

El informe también hacía referencia al cambio de la estrategia de desarrollo, que ahora enfocaba el reto de generar empleo por medio del estímulo a sectores líderes, en particular a la construcción urbana. La nueva estrategia de desarrollo se consolidó en el Plan de Desarrollo “Las Cuatro Estrategias” (1972). En su pronunciamiento sobre el comportamiento de la economía colombiana, el Directorio del FMI (1972) expresaba su preocupación por el poco progreso hecho en el desmonte de las políticas restrictivas al comercio y expresaba que ello se podría lograr con un manejo más flexible de la tasa de cambio que estimulara las exportaciones menores y mejorara el comportamiento de la balanza de pagos.

Otros importantes informes del FMI sobre la marcha de la economía durante la administración Pastrana Borrero se remontan a mediados de esta (FMI, 1973). En esos documentos se señalaba que en 1972 la economía había mostrado gran recuperación en la tasa de crecimiento (6,2%), al igual que la situación de la balanza de pagos, gracias al aumento de las exportaciones menores y de los precios internacionales del café, a la vez que destacaban tres aspectos de las políticas de la administración Pastrana que vale la pena reseñar: el primero se refiere al cambio de énfasis en el plan de desarrollo y en el carácter general de la planeación; el segundo tenía que ver con la estrategia de la construcción como sector líder de la economía, y el desarrollo tanto del sistema de corporaciones de ahorro y vivienda como del sistema de unidad de poder adquisitivo constante (UPAC), y el tercero, con el cambio de énfasis en la estrategia de la reforma agraria.

Sin embargo, no fue sino en su informe sobre el denominado artículo XXIV del año siguiente (FMI, 1974) cuando el Fondo comenzó a mostrar preocupación por las implicaciones de la estrategia de desarrollo basada en la construcción de vivienda urbana y destacaba que el sistema UPAC venía creciendo de manera acelerada y que sus ventajas frente a otros sistemas de crédito de la economía comenzaba a distorsionar la asignación del crédito y a atraer capitales externos de corto plazo a la economía colombiana. Señalaba que una de las grandes consecuencias había sido el incremento de las presiones inflacionarias internas, ya que el índice de precios se había elevado del 14 % en 1972 al 25 % en 1973, lo que atribuía al crecimiento de la demanda agregada estimulado por más exportaciones, el impacto monetario de las operaciones del Gobierno y el mayor crédito doméstico; así mismo comentaba que todo ello tenía origen en la concepción misma del plan “Las Cuatro Estrategias”, que había partido del criterio de que el crecimiento y el empleo estaban constreñidos por falta de demanda efectiva y presumía que había un exceso de mano de obra y de capacidad instalada industrial en las zonas urbanas, lo que no resultó ser el caso.

También sostiene que establecer un diferencial en la tasa de interés a favor de un sector específico dificulta el manejo del crédito y la asignación eficiente de los recursos. Pero, quizás, la advertencia más importante que adelantaba el FMI era el riesgo para el sector financiero de unas captaciones líquidas y volátiles de corto plazo como los ahorros en UPAC para financiar hipotecas de largo plazo, y sugería que se remuneraran con tasas de interés mayores los ahorros en UPAC de mayor plazo.

El primer informe del Fondo Monetario durante la administración López Michelsen se adelantó en mayo de 1975 (FMI, 1975); allí se da cuenta del desarrollo de la economía en 1974, caracterizado por desaceleración en la tasa de crecimiento, deterioro en la balanza de pagos e incremento de las presiones inflacionarias y de las medidas en los campos fiscal, monetario y financiero adoptadas para hacer frente a esta situación. Comenta que las autoridades habían indicado que no obstante haberse registrado cierta desaceleración en la actividad económica la prioridad del Gobierno era estabilizar la economía, de ahí que las primeras medidas adoptadas hubiesen comprendido un recorte del presupuesto y la adopción, por vía de emergencia económica, de una reforma tributaria comprensiva que, a juicio del staff, “iba aún más allá de las recomendaciones de la Misión Musgrave de 1968 en términos de sus objetivos redistributivos y su uniformidad conceptual”. También mencionaba que en adición a la reforma fiscal se había adoptado un número de reformas en el campo financiero de gran envergadura dirigidas a conseguir un flujo de recursos más balanceado del sector financiero, sobre lo cual el FMI se declaraba en un todo de acuerdo.

En el informe del Fondo a inicios del último año de la administración López (FMI, 1978) se destaca que la actividad económica nacional estuvo marcada por el fortalecimiento del mercado internacional del café ocurrido a partir de la segunda mitad de 1975. De hecho, uno de los grandes retos económicos de la administración López Michelsen fue manejar la bonanza cafetera de 1975-1977. Como resultado de una helada severa de los cafetales brasileños ocurrida en octubre de 1975, los precios internacionales del café registraron un alza sin precedentes. No obstante la liberalización de las importaciones y la reducción de los depósitos previos para importar, las reservas internacionales pasaron de USD 550 millones en 1975 a USD 1,8 billones en 1977. El principal instrumento de control fue un manejo flexible de la tasa de cambio. En el campo monetario, la política estuvo dirigida de forma natural a neutralizar el impacto de la expansión del crédito, con el fin de controlar la inflación, que había registrado aumentos y llegó a superar el 30% anual en 1977. Para esto se procedió a elevar los encajes bancarios, reducir el gasto público y el crédito al Gobierno, y la suscripción obligatoria de bonos denominados en dólares de títulos canjeables por certificados de cambio de la Federación Nacional de Cafeteros. Esta situación hizo que el foco de atención de la política macroeconómica en la administración López Michelsen y el FMI en los dos últimos años de Gobierno se hubiese centrado en estabilizar la economía. El Cuadro 7 muestra la evolución del índice de costo de vida para obreros en el período 1975-1979; allí se observa la tendencia creciente de la inflación, sobre todo en los componentes diferentes de los alimentos, los cuales tuvieron gran incremento en los precios relativos debido al impacto del clima en 1977 y una reducción originada en la respuesta a la oferta en 1978.

**Cuadro 7. Evolución del índice de costo de vida para obreros, 1975-1979**

Año	Todos los bienes	Alimentos	No alimentos			
			Total	Hogar	Vestido	Otros
1975	23,6	27,2	18,9	15,9	16,6	24,0
1976	20,0	20,2	19,4	19,4	18,9	20,0
1977	34,8	43,1	23,2	22,0	22,9	24,7
1978	17,1	13,5	23,2	21,5	25,0	24,1
1979	26,5	22,8	28,2	28,3	26,7	28,9

Fuentes: Banco de la República y estimativos del Fondo Monetario Internacional (1980).

Las relaciones entre el Fondo Monetario Internacional y las autoridades económicas de Colombia tuvieron características bien diferentes durante el primer y el segundo quinquenio de la década, no solo en razón de las condiciones de la economía, en particular la balanza de pagos y la conveniencia de acudir a acuerdos formales de *stand-by* con ese organismo, sino también en virtud de las diferencias en las estrategias de desarrollo de las administraciones Pastrana Borrero y López Michelsen y en la orientación de su política macro, en especial la monetaria, financiera y fiscal.

Durante la administración Pastrana se acudió a sucesivos acuerdos de *stand-by* con el FMI dados los problemas de balanza de pagos; si bien en los primeros años el FMI dio apoyo a la política económica de dicha administración, hacia finales de esta se tornó crítico sobre todo el manejo financiero y en particular la orientación preferencial del crédito a la vivienda mediante el sistema de ahorro en UPAC. También, por falta de flexibilidad en la tasa de cambio y por mantener un sistema restrictivo a las importaciones.

Por el contrario, el FMI dio apoyo a la política macro anunciada y puesta en marcha por la administración López, como la adopción de la reforma tributaria y las medidas de liberalización financiera. Es interesante que el FMI no hubiese sido más crítico frente a la ineffectividad de la autoridad monetaria para controlar la inflación. El Cuadro 8 presenta los indicadores económicos de Colombia en los años setenta, según las estadísticas históricas del Banco de la República.

**Cuadro 8. Indicadores económicos 1971-1980**

Año	Crecimiento PIB (porcentaje)	Inflación (porcentaje)	Exportaciones FOB (millones de dólares)	Importaciones CIF (millones de dólares)	Precio del café (dólares por libra)	Tasa de cambio (pesos/dólar)	ITCR 1994 = 100	Déficit de cuenta corriente (porcentaje del PIB)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)
1971	6,0	13,6	690	929	47,0	19,9	85,7	-3,2	-0,7
1972	7,7	14,0	866	859	52,3	21,9	85,3	-2,2	-1,2
1973	6,7	23,5	1.177	1.062	64,3	23,6	79,2	-2,7	-0,8
1974	5,7	26,0	1.417	1.597	67,8	26,1	77,0	-2,9	-0,8
1975	2,3	17,7	1.469	1.495	67,4	30,9	84,9	-0,7	-0,3
1976	4,7	25,7	1.745	1.708	144,8	34,7	80,5	0,9	0,5
1977	4,2	28,4	2.443	2.028	236,7	36,8	70,3	1,4	0,4
1978	8,5	18,8	3.038	2.836	164,8	39,1	68,1	1,0	0,2
1979	5,4	28,8	3.300	3.233	175,5	42,6	64,1	1,3	0,5
1980	4,1	26,0	3.945	4.663	156,2	47,3	64,3	0,2	1,6

Fuente: estimaciones del autor con base en las estadísticas históricas del Banco de la República: tasa anual (%) del crecimiento real del PIB, inflación anual (%) según el índice de precios al consumidor (IPC), valor anual de las exportaciones FOB en millones de dólares, valor anual de las importaciones CIF en millones de dólares, tasa nominal de cambio del peso frente al dólar e índice de tasa de cambio real (ITCR) con año base 1994 = 100. Las cifras fiscales de déficit del Gobierno central respecto al PIB, del estudio Junguito y Rincón (2007), y los precios del café colombiano en centavos de dólar por libra, tomados de Junguito y Pizano (1997), Cuadro VIII-2.

## 5. Los años ochenta: crisis de América Latina y programa de monitoría

Los primeros informes del Fondo Monetario sobre el curso y manejo de la economía durante la administración Turbay Ayala se presentaron a inicios de 1980 con ocasión de su informe de revisión de la economía colombiana (FMI, 1980). Estos reflejaban optimismo sobre el desarrollo de la economía y beneplácito con las políticas anunciadas por el Gobierno, que aparecían de gran continuidad con la administración anterior, y la corrección de algunas pocas políticas inadecuadas del pasado. Se informaba que durante 1979 el comportamiento de la economía permanecía muy fuerte, con tasa de crecimiento cercana al 5,5 %, impulsada por el buen comportamiento de los precios internacionales y las exportaciones de café. No obstante, mostraban preocupación por las presiones inflacionarias y la incidencia de costos que podría tener sobre la inflación los incrementos del salario mínimo, y sugerían fortalecer las medidas de control a la demanda agregada.

A inicios de 1982 los informes del FMI (1982) resaltaban que se había desacelerado el crecimiento debido a la baja en los precios internacionales del café, y persistían las presiones inflacionarias, que atribuían al enquistamiento de expectativas inflacionarias y a la severa indexación de la economía. En términos del manejo de la política económica, destacaban que el manejo fiscal aparecía cauteloso, y como positivo el desmonte de los encajes bancarios así como los esfuerzos moderados por reducir las barreras a la importación. Aunque las cifras comenzaban a evidenciar que el crecimiento de la inversión pública, que se argumentaba por las autoridades como un movimiento contracíclico, estaba siendo financiada con créditos comerciales de relativo corto plazo pues se había contratado un crédito con la banca comercial por USD 350 millones para ese propósito, sus riesgos no fueron, aparentemente, motivo de mayor análisis y diálogo detenido con las autoridades en ese entonces.

Iniciada la administración Betancur, a mediados de 1983 (FMI, 1983), se precisaba la visión del Fondo sobre las políticas adoptadas y la situación de la economía, e ilustraba que esta había registrado una gran desaceleración en 1981 con crecimiento del 2 %, y del 1 % en 1982, frente a cerca del 4,5 % promedio entre 1979 y 1980. También se registraban significativos déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos del 4,5 % y 5,7 % del PIB en 1981 y 1982, respectivamente, lo que se atribuía en especial a la caída de los precios internacionales del café. Por otro lado, el deterioro fiscal también era pronunciado; el déficit del sector público no financiero, que había sido cercano al 1 % del PIB a fines de la década de los setenta, se había elevado a 3,6 % en 1981 y 5,8 % en 1982. En términos de las políticas adoptadas, el FMI destacaba que las autoridades económicas de la administración Betancur habían expresado que su

prioridad era reactivar la economía y que para ello estaban adelantando tanto una política monetaria como una fiscal expansivas y que les había alertado que dicha estrategia podría resultar en mayor debilitamiento de la balanza de pagos, presiones inflacionarias y pérdida de confianza en la moneda, como de hecho sucedió.

Al analizar la evolución prospectiva de las reservas internacionales, el Fondo anotaba que la pérdida de reservas en magnitudes cercanas a un billón de dólares en 1983, luego de una caída de USD 739 millones en 1982, no resultaba sostenible, como lo argumentaba el Gobierno, y traería riesgos, ya que en una coyuntura de restricción de acceso a los mercados internacionales de capitales (recuérdese que la crisis de la deuda mexicana había hecho erupción en agosto de 1982) ello podría provocar fuerzas especulativas y un freno al acceso a crédito externo, como en efecto ocurrió.

La situación de la economía continuó en deterioro acelerado en 1983-1984 y tanto en su *Staff Report* para la consulta del artículo IV (1984), como en su documento sobre el desarrollo económico reciente de la economía colombiana, el FMI (1984) reconoce que el crecimiento económico se había desacelerado de manera significativa, estimando la tasa anual de crecimiento en menos de un 1% en 1982-1983, la tasa de desempleo se incrementaba a niveles superiores al 13% de la fuerza de trabajo, el déficit de la cuenta corriente había alcanzado el 6,9% del PIB en 1983, y para ese mismo año el déficit para el conjunto del sector público no financiero también había sido cercano al 7% del PIB. Para entonces, según el Fondo, las nuevas autoridades económicas que, dicho sea de paso, tenían a la cabeza un nuevo ministro de Hacienda y un equipo económico renovado, “reconocieron plenamente la necesidad de reorientar las políticas financieras con la mira de lograr una reducción de las presiones sobre la balanza de pagos”. Asimismo anotaban que el nuevo equipo tenía la visión de que una proporción importante del ajuste fiscal tendría que hacerse mediante el recorte del gasto público, en lo cual se venía actuando al presentar al Congreso un presupuesto muy austero dentro del cual un componente muy importante era reducir el crecimiento anual de los salarios del sector público incluso por debajo de los aumentos de la inflación.

Comenta el FMI que en el curso de las discusiones se habló sobre la intención de las autoridades de adelantar un ajuste acelerado de la tasa de cambio bien por encima de la inflación, pero utilizando el sistema de depreciación gradual o el *crawling peg*. En cuanto a la política monetaria y crediticia, las autoridades indicaron su preocupación por el deterioro de los indicadores financieros de algunos intermediarios e informaron al organismo la Resolución 33 de mayo de 1984, dirigida a facilitar el servicio de las obligaciones externas a las entidades colombianas con obligaciones en moneda extranjera.

El FMI, en sus informes posteriores, también hizo una evaluación muy positiva del impacto del programa de ajuste 1984-1985. En el resumen de la discusión sobre el programa económico de Colombia llevado a cabo el 26 de julio de 1985, el secretario de la reunión resaltó que los directores ejecutivos habían felicitado a las autoridades económicas de Colombia por la puesta en marcha de un programa de estabilización dirigido a corregir el desequilibrio de la balanza de pagos y ayudar así a sentar las bases para lograr un crecimiento económico sostenido (FMI, 1985); por su parte, en lo relativo al desarrollo económico reciente del país, presentado al inicio de la administración Barco, el FMI (1986) decía textualmente:

Luego de un gran deterioro entre 1981-1984, la situación económica y financiera de Colombia mejoró de manera significativa en 1985 bajo la adopción de un programa económico comprensivo para ese año, el cual estuvo apoyado en un programa de monitoría con el Fondo. La balanza de pagos registró un superávit, y la actividad económica creció más rápidamente que en el pasado reciente.

Las bases de ese nuevo programa, la situación presupuestal y medidas fiscales, el ajuste externo (incluyendo el detalle de las medidas comerciales y cambiarias), la política de financiamiento internacional, así como el manejo monetario y el comportamiento de la economía y todo lo relativo a la economía política en las relaciones con el FMI en esa época, visto desde la óptica de las autoridades, se describe en la *Memoria del ministro de Hacienda* de la época (Junguito, 1985).

Para entender a cabalidad en qué consistió el programa de monitoría del FMI cabe, en primer término, recordar que la década de los ochenta fue de grandes dificultades económicas en América Latina y que los países de la región, al igual o incluso más que Colombia, registraron déficits crecientes en la cuenta corriente de la balanza de pagos, altos déficits fiscales, inflación creciente y en varios casos crónica, y caída severa en los índices de crecimiento económico, aun negativos para muchos países. Con la declaratoria de la moratoria de México en los primeros días de agosto de 1982 se cerró el acceso al crédito externo comercial de la banca internacional y los países, dada su situación económica, se vieron obligados a adelantar programas con el FMI de apoyo a sus balanzas de pagos, sujetos a la adopción de programas de ajuste dirigidos a restablecer los equilibrios macroeconómicos, como se ha descrito con amplitud en la literatura de la época (Thorp y Whitehead, 1986).

En el caso de Colombia, sus autoridades estaban interesadas en conseguir un empréstito de USD1.000 millones de la banca comercial internacional, destinados sobre todo a la Empresa Colombiana de Petróleos (Ecopetrol) y Carbones de Colombia (Carbocol) para cumplir los compromisos del Gobierno

en la explotación de petróleo de Caño Limón y del carbón en la explotación de las minas de El Cerrejón. De dicho total se solicitaban USD100 millones para el Banco de la República, que serían dirigidos a fortalecer el sector financiero, y USD277 millones al Gobierno para varios proyectos de inversión pública. Este préstamo de la banca comercial internacional a Colombia se vino a conocer con el nombre de Jumbo. Dado que dicha solicitud se hacía en una coyuntura de cierre de los mercados internacionales de capitales como efecto del contagio de la crisis mexicana y el incumplimiento en el servicio de la deuda externa por varios países de la región que amenazaba con una moratoria de la deuda latinoamericana, los bancos internacionales crearon un comité encargado de negociar los términos del empréstito con Colombia y solicitaron el concurso del Fondo Monetario como monitor del proceso de desembolso de los préstamos.

El FMI convino con las autoridades económicas un programa de ajuste económico con componentes fiscales, cambiarios, comerciales y financieros, y se acordó con la banca comercial internacional que los desembolsos de esta estarían sujetos a la verificación periódica del cumplimiento de las metas establecidas en el programa. Los recursos de la banca comercial también estaban sujetos al pleno cumplimiento del servicio de la deuda externa comercial de las principales empresas colombianas, para lo cual el Banco de la República procedió a facilitar las divisas mediante la Resolución 33 de 1984 descrita y el saneamiento patrimonial de las sucursales de los bancos colombianos en el exterior, que también recibieron el apoyo del Banco de la República. Los recursos del préstamo Jumbo se vieron complementados con cuantiosos préstamos del Banco Mundial (BM) y del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) al Gobierno nacional.

El programa de ajuste 1984-1985 tuvo como gran inspirador al entonces chairman de la Reserva Federal, Paul Volcker, quien luego de sendas reuniones con las autoridades económicas de Colombia, el comité de bancos comerciales internacionales organizado para discutir los temas del refinanciamiento de Colombia y los organismos multilaterales de crédito, el FMI y el BM, diseñó lo que consideraba era un posible escenario para solucionar un esquema de monitoría y apoyo financiero, y de compromiso de un programa de ajuste por parte de Colombia que puso en blanco y negro en el texto del Recuadro 2:

## Recuadro 2 Propuesta del Chairman Volcker

### Solución del Chairman Paul Volcker

POSIBLE ESCENARIO COLOMBIA / FMI / BIRF / Bancos comerciales  
(El esquema resume la comprensión de la aproximación preferida por Colombia)

#### Colombia

- Elaborar y ejecutar, de manera oportuna, un programa de ajuste económico aceptable y reconocido como tal por el FMI y que contenga normas específicas de desempeño cuantitativo comprobadas trimestralmente.
- Se enviaría al Banco Mundial una declaración del programa, junto con la documentación para el préstamo para el ajuste sectorial del Banco Mundial.
- Aceptar la supervisión explícita de desempeño bajo el programa del FMI en colaboración con el BIRF.
- Aceptar condicionalidad implícita con base en los resultados de los ejercicios de seguimiento: si en última instancia, los bancos acreedores y el BIRF consideran que Colombia no ha satisfecho los objetivos, se suspendería la financiación de los bancos comerciales y el BIRF.
- Estar de acuerdo en negociar un programa formal del FMI si el plan anterior falla o si se interrumpe el servicio de la deuda.
- Resolver rápidamente, en cooperación con los bancos, el problema del Banco de Colombia; ya se ha llegado a un acuerdo sobre la mayoría de los temas.

#### FMI

- Consultar con las autoridades colombianas y elaborar lo que sería esencialmente un programa de estabilización, que sería adecuado para un plan stand-by formal del FMI (lo cual preferiría la gerencia del FMI), incluyendo las normas específicas de desempeño cuantitativo que han de ser verificadas trimestralmente.
- Estar de acuerdo en monitorear el programa económico de Colombia siguiendo las líneas generales de un programa stand-by, pero con dos diferencias importantes: el seguimiento se realiza en colaboración con el BIRF y ningún desembolso del FMI estaría asociado con el desempeño de Colombia.
- Acordar que Colombia reportará los resultados del monitoreo a los bancos comerciales.
- Estar de acuerdo en negociar un acuerdo stand-by formal si llegara a ser necesario.

#### BIRF

- Cooperar con el FMI en el monitoreo del programa de ajuste económico de Colombia y la evaluación del progreso en el marco del programa.
- Suministrar la financiación de proyectos y la financiación del ajuste sectorial en cantidades por determinar, incluyendo la cofinanciación con los bancos comerciales en el marco del programa de préstamos B del BIRF.
- Acordar la realización de desembolsos del préstamo sectorial y, posiblemente, los futuros préstamos para proyectos sujetos a la condición de que Colombia siga progresando bajo su programa de estabilización sobre la base de monitoreo por el FMI y el BIRF.

## Recuadro 2 (continuación) Propuesta del Chairman Volcker

### **Bancos comerciales**

- Aceptar el programa de ajuste y los procedimientos de monitoreo como base para extender nuevos créditos a Colombia, vinculando los desembolsos al cumplimiento continuo por parte de Colombia con los estándares específicos de desempeño cuantitativos del programa de ajuste.
- Resolver rápidamente en cooperación con las autoridades colombianas el problema del Banco de Colombia; ya se ha llegado a un acuerdo sobre la mayoría de los temas.
- Tras la indicación del FMI de que Colombia está llevando a cabo un programa de ajuste económico aceptable y que el FMI está dispuesto a participar en el monitoreo del desempeño bajo ese programa, si es necesario, proporcionar un préstamo puente (posiblemente vinculado a los desembolsos del BIRF) o una prórroga para que Colombia pueda continuar su participación en el proyecto Carbocol.
- Proporcionar suficientes créditos nuevos para cubrir los vencimientos de los préstamos en 1985 y 1986 y mantener las líneas comerciales a niveles de diciembre de 1984.
- Concordar en proporcionar una cantidad que se determine en nuevos créditos adicionales. Una parte de esto podría representar la cofinanciación con el BIRF bajo el programa de préstamos B del BIRF.
- Efectuar desembolsos condicionados a los avances de Colombia en su programa de estabilización basado en el seguimiento por parte del FMI y el BIRF.

En su documento sobre los acontecimientos económicos recientes en el segundo año de la administración Barco, el FMI (1987) reitera que el comportamiento de la economía colombiana había comenzado a mejorar de manera significativa como resultado del programa de ajuste emprendido en 1985 y que fue continuado con un nuevo programa durante 1986. Destaca que ambos programas estuvieron sujetos al programa de monitoría con el FMI. Resalta que el programa durante el primer año de Barco comprendió un ajuste fiscal, la adopción de una política monetaria más estricta y la depreciación de la moneda en términos reales, al igual que la consolidación del desmonte de las restricciones cuantitativas a las importaciones. También registra que la situación de la economía colombiana se vio favorecida con el incremento en los precios internacionales del café ocurrido en 1986, que permitió incrementar el valor de las exportaciones y repercutió favorablemente también en los ingresos fiscales.

Las bases del nuevo programa económico y su avance se consignaron en el documento del FMI (1987) de fines del año, titulado “Reporte del Staff para

las consultas con Colombia”, en el cual se resalta que una de medidas más importantes adoptadas al inicio de la administración Barco había sido la reforma tributaria de 1986, que había simplificado el régimen tributario, unificado el impuesto a la renta de las sociedades, eliminado la doble imposición a los dividendos, reducido las tasas del impuesto a las personas naturales y eliminado el efecto de la inflación en los impuestos. Sobre la política monetaria el FMI destacaba que las autoridades habían continuado su esfuerzo de atender a las entidades financieras en dificultades y resaltaba que las utilidades del sistema bancario habían aumentado, al tiempo que disminuían los créditos malos. En materia cambiaria, registraba que el Gobierno mantenía el ajuste de la tasa de cambio aunque con una menor depreciación real, y el proceso de liberalización comercial iniciado en 1985, que sustituía con tarifas los controles cuantitativos. Además comentaba que el Gobierno tenía el propósito de reducir la inflación, pero no se mostraba optimista de poderlo lograr.

En el Cuadro 9 se resume el comportamiento de la economía colombiana en la segunda mitad de los años ochenta y el impacto positivo del programa de ajuste. En los informes de finales de la administración Barco (FMI, 1989) el tema de mayor preocupación del Fondo Monetario era la inflación. Esto llevó al Fondo a adelantar un trabajo detallado sobre los determinantes de la inflación en Colombia, que se incluyó como apéndice técnico en el *Informe sobre desarrollo económico reciente de Colombia*. El análisis adelantado allí concluía que el principal determinante de la inflación en Colombia era la política monetaria y, si bien los salarios mínimos y la tasa de cambio tenían influencia en esta, su incidencia era menor. Así entonces, en estas circunstancias y con estos resultados terminaron los años ochenta. En el diálogo con el FMI las autoridades monetarias se comprometieron a dedicar mayores esfuerzos al control de la inflación, mediante un uso más activo de las operaciones de mercado abierto y menor dependencia al uso de los encajes bancarios. Como se analizará en la siguiente sección, relativa a las relaciones del FMI y el Banco de la República en los años noventa, el control de la inflación se convirtió en el objetivo prioritario de la política monetaria dentro del nuevo escenario constitucional, que consagró al Banco de la República como un banco central independiente y a su Junta Directiva como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, con el mandato principal de defender el poder adquisitivo de la moneda.

Uno de los grandes interrogantes que surgieron a raíz del programa de ajuste de 1985-1986 era su impacto sobre los grupos de ingresos menos favorecidos de la sociedad, y no fueron pocos los artículos de prensa que se escribieron en esa época argumentando el efecto adverso del programa de ajuste en términos sociales. Pues bien, algunos años más tarde, en 1991, el FMI (1991) publicó un artículo técnico de Claire Liuksila en el cual se identifica que los impactos del ajuste en la producción, el empleo y los ingresos reales beneficiaron a

los pobres, en tanto que sobre los precios fue modesto (entre otras razones, porque el efecto de la depreciación sobre el índice de precios no fue mayor) y su influencia adversa sobre la población de menores ingresos fue, en gran medida, amortiguada por políticas del Gobierno tales como excluir los alimentos de la sobretasa a las importaciones y porque el ajuste de los salarios estuvo en línea con la inflación proyectada. Además, encuentra que los resultados del programa en términos del crecimiento del PIB y en el empleo fueron mejores de lo proyectado, que en ausencia del programa la inflación habría sido mayor y la tasa de crecimiento de la economía menor, y que la economía se vio favorecida en 1986 con una minibonanza cafetera.

**Cuadro 9**  
**Indicadores económicos 1984-1989**

	1984	1985	1986	1987	Preliminar 1988	Proyectado 1989
	(cambio porcentual)					
PIB real	3,4	3,1	5,8	5,3	3,7	3,5
PIB nominal	26,3	28,8	36,7	29,3	33,2	29,0
Deflactor del PIB	22,2	24,9	29,2	22,8	28,4	24,6
IPC (fin del período)	18,3	22,5	20,9	24,0	28,1	23,6
	(como porcentaje del PIB)					
Déficit del sector público no financiero	-6,8	-4,2	0,6	-1,8	-2,8	-2,4
Financiación externa	1,9	3,8	2,1	-0,7	1,5	1,4
Financiación doméstica	4,9	0,4	-2,7	2,5	1,3	1,0
Déficit del Gobierno central	-4,3	-2,7	-1,3	-0,4	-1,4	-1,9
Inversión doméstica bruta	19,0	19,0	18,0	19,5	20,6	19,6
Privada	8,2	9,2	11,1	11,5	12,2	11,6
Pública	8,8	8,3	6,7	6,1	6,3	6,9
Cambios en los stocks	2,0	1,5	0,3	1,9	2,1	1,1
Ahorro nacional bruto	11,4	14,1	19,6	19,5	19,7	18,4
Sector público	3,3	3,7	7,6	5,9	3,2	5,9
Sector privado	8,1	8,4	12,1	13,6	14,5	12,5
Cuenta corriente de la balanza de pagos	-7,6	-4,9	1,6	-0,1	-0,9	-1,2

Fuente: Fondo Monetario Internacional (1989).

## **6. Los años noventa: el FMI, las reformas estructurales y la crisis del fin de siglo**

A inicios de los noventa el representante del Fondo Monetario encargado en Colombia (FMI, 1990) da cuenta al Directorio de las negociaciones por parte de las autoridades económicas de Colombia con el BM encaminadas a conseguir créditos de rápido desembolso para apoyar la balanza de pagos y los compromisos en materia de políticas macro, particularmente en el área comercial. Esto significa que Colombia, luego de conseguir el apoyo de la banca comercial con créditos comerciales como el Jumbo y el posterior denominado Concorde, procedió a utilizar el mecanismo de monitoría del FMI con créditos del Banco Mundial. En junio, en la antesala del inicio de la administración Gaviria, el FMI (1990) adelantó un análisis sobre el estado de la economía; en síntesis, resaltó que desde la segunda mitad de 1989 habían vuelto a caer los precios internacionales del café y destacó que como respuesta a esta situación, y en vista de la liberalización de importaciones emprendida en marzo, se había acelerado la depreciación de la tasa de cambio. También se anotaba que las autoridades monetarias habían procedido a reducir la expansión monetaria mediante operaciones de mercado abierto. Como resultado de todo ello, se proyectaba una desaceleración de la economía, con crecimiento del PIB de 3% para 1990.

En diciembre y enero de 1991 se producen los primeros informes comentando las medidas coyunturales y estructurales adoptadas por el nuevo gobierno del presidente César Gaviria (FMI, 1990, 1991). En su apreciación sobre el manejo económico, el reporte del Fondo señalaba que no obstante las políticas adoptadas por las autoridades monetarias, la inflación continuaba siendo un problema e incluso se había acelerado, y que la nueva administración había dado pasos para reducir la inflación mediante políticas fiscales y crediticias y acelerar el paso de la liberalización de importaciones que había iniciado en marzo el Gobierno anterior, lo cual contribuiría a mejorar la asignación de recursos. También apoyaba la iniciativa de depender menos de inversiones forzosas y los encajes bancarios como medio de controlar el crédito. En lo coyuntural concluía que las políticas previstas por las nuevas autoridades iban en la dirección correcta, pero las urgían a ser más contundentes frente a la lucha contra la inflación, y anotaba que las autoridades estaban comprometidas a reducir la inflación anual a un 14% para 1994.

En cuanto a las reformas estructurales emprendidas por la administración Gaviria, detallaba en un apéndice al documento sobre reformas económicas recientes que estas comprendían: una reforma laboral que había sido aprobada en diciembre de 1990, dirigida a modificar las regulaciones vigentes, promover la flexibilidad laboral y generar empleo; un ajuste tributario que

complementaba la reforma tributaria de 1986 e incluía modificaciones al impuesto a la renta y al IVA, mejoraba la administración de aduanas y extendía una amnistía tributaria, además de adelantar ajustes en la estructura de las tarifas de electricidad, medidas todas orientadas a elevar los ingresos del Gobierno nacional y sus empresas; una reforma financiera, la cual comprendía un elemento monetario, que era aumentar las tasas de redescuento del Banco de la República, reducir los encajes bancarios y una mayor dependencia en operaciones de mercado abierto, y otro componente puramente financiero, referido a las decisiones de frenar las inversiones forzosas a los bancos, reducir los esquemas de créditos de fomento y la asignación sectorial del crédito, y estimular la competencia en el sistema bancario liberalizando el sector financiero. Por último, se hacía referencia a la reforma comercial, en particular a la liberalización de las importaciones, que comprendía, en su primera fase, la eliminación de los sistemas de licencias previas para un gran número de productos y la reducción gradual de las tarifas arancelarias, proceso que se aceleró a finales de 1990. También se analizaban entonces los pasos emprendidos hacia la liberalización cambiaria mediante la Ley 63 de 1990, aprobada por el Congreso a finales de año.

El tema del control de la inflación continuó siendo el centro de atención en los diálogos entre el FMI y las autoridades colombianas en 1991. En marzo, un estudio de Reinhart y Reinhart (FMI, 1991) analizó los choques monetarios a que estaba sujeta la economía colombiana e identificó que aquí se cumplía lo esperado por la síntesis neoclásica en el sentido de que un choque monetario inesperado tendría efecto positivo en el crecimiento, y recomendaba, por primera vez, utilizar la tasa de interés como variable independiente para el manejo monetario, en vez de los agregados monetarios como variable intermedia. Por su parte, el FMI (1991) en su informe anual encontró que pese al propósito de las autoridades de rebajar la inflación, el haber adoptado una política crediticia estricta y la gran actividad en las operaciones de mercado abierto, la inflación continuaba en niveles del 30 % anual, lo que atribuía en parte a los altos ajustes salariales. En dicho informe también se hacía referencia a la reforma constitucional de 1991 y la transformación del Banco de la República en un banco central independiente con una Junta Directiva conformada por cinco miembros independientes, el ministro de Hacienda y el gerente del Banco de la República, la cual sustituiría a la Junta Monetaria. Asimismo, anunciaba la presentación al Congreso de la ley que regularía las nuevas funciones del Banco de la República. En términos de directrices para el manejo monetario, el Fondo sugería apretar más la política fiscal e indicaba que los incrementos en las tasas de interés comenzaban a inducir flujos de capitales al país. En 1992 (FMI, 1992) se abordó de nuevo el tema inflacionario, las operaciones de mercado abierto y su incidencia adversa en el déficit cuasifiscal del

Banco de la República; la adopción temporal de un encaje marginal del 100 % para controlar la expansión del crédito, así como las medidas adoptadas con la introducción del sistema de certificados de cambio para controlar el flujo de capitales del exterior. En términos de los objetivos de mediano plazo, las autoridades monetarias insistían en el de reducir la inflación anual al 14 % para 1995. Además se hizo referencia a las medidas de carácter tributario dirigidas a incrementar los ingresos del Gobierno y compensar la baja acumulada de estos por la reducción de los aranceles, mediante un proyecto de reforma dirigido a elevar el IVA.

En 1993 el Fondo Monetario preparó un trabajo sobre el tema de flujos de capitales que comparaba las experiencias y políticas adoptadas en varios países, cuyo contenido se discutió también con la Junta del Banco de la República en el curso de las visitas ordinarias de ese organismo a Colombia (FMI, 1993). En el informe del *staff* se daba importancia a la aprobación por parte del Congreso de la nueva ley del Banco de la República, que le otorgaba un mandato claro a su Junta Directiva para controlar la inflación como objetivo primordial de las políticas a su cargo, y comentaba que la presión de los flujos de capitales al país habían menguado. En el documento sobre desarrollos económicos recientes, comentaba que las presiones inflacionarias habían disminuido no obstante el impacto adverso de la sequía sobre los precios de los alimentos. En lo estructural se daba atención especial al contenido de la nueva ley del Banco de la República –Ley 31 de 1992– y la estructura y funciones de su nueva Junta Directiva. Por otro lado, llamaba la atención, por primera vez, sobre las implicaciones macroeconómicas que podrían traer consigo los nuevos descubrimientos de petróleo en Cusiana y Cupiagua. Luego de plantear la dimensión de estos descubrimientos, alertaba a las autoridades sobre las decisiones respecto del ahorro de dichos recursos y los problemas relacionados con los riesgos de ‘la enfermedad holandesa’. También se destacaba que el sistema de seguridad en pensiones venía registrando un desbalance financiero significativo y que para hacerle frente se había presentado un proyecto de ley al Congreso que, entre otras, creaba el sistema de ahorro privado con capitalización, lo que se constituyó luego en la Ley 100 de 1993, que creó las administradoras de fondos de pensiones privadas.

Para analizar la situación y, ante todo, los retos que en el tema económico enfrentaría la administración Samper al inicio de su mandato, cabe hacer referencia a las opiniones expresadas en ese entonces por el FMI en su función ordinaria de hacer seguimiento a la economía colombiana. En su reporte (FMI, 1994) de diciembre anotaba que 1994 terminaba con un incremento sostenido del PIB de 5,3 %, con una inflación de 22 % medida por el IPC, con equilibrio en las finanzas públicas y con un déficit en la cuenta corriente cercana al 5 % del PIB. La tasa de cambio real había continuado apreciándose. En su evaluación

juzgaba que, en términos de lo macro, la administración Gaviria había mantenido un manejo prudente además de poner en marcha un conjunto de reformas estructurales de gran envergadura, y agregaba que el crecimiento anual promedio 1991-1994 había superado el 4 % anual, que la deuda pública externa se había reducido en un 15 % del PIB y que las reservas internacionales habían aumentado. Su queja principal era la persistencia de la inflación y el hecho de que esta se había logrado reducir menos de lo esperado, lo cual atribuía a la indexación de la economía, a una política monetaria ‘acomodatícia’ dada la reluctancia de la Junta Directiva del Banco de la República a frenar el crecimiento de los medios de pago debido a su impacto en las tasas de interés, al desaliento de la economía y al crecimiento del gasto público.

En el documento sobre desarrollo económico reciente (FMI, 1994) el Fondo comenta las modificaciones adelantadas a comienzos de año en el régimen cambiario y destaca la sustitución del complejo sistema hasta entonces vigente de certificados de cambio por un esquema de banda cambiaria con una amplitud de 14%, dentro de la cual podría flotar la tasa de cambio, y con una pendiente inicialmente fijada en 11 %, que correspondía a la inflación anual prevista por la Junta del Banco. Destacaba que la autoridad se otorgaba el derecho de hacer intervenciones a la banda para amortiguar las fluctuaciones e interpretaba como positiva la medida adoptada por simplificar el sistema y dar mayor flexibilidad a la tasa de cambio nominal. De hecho, el Fondo publicó en 1995 el informe “Bandas cambiarias y modificaciones en la política y régimen de estabilización: temas sugeridos de la experiencia colombiana” (FMI, 1995), preparado por Alberto Carrasquilla, gerente técnico del Banco de la República, durante su estadía como investigador visitante en el Fondo Monetario. En este informe el autor destaca la adopción del esquema de bandas como un mecanismo útil para el proceso de desinflación en que estaba empeñada la autoridad monetaria colombiana.

En el informe (1995) del FMI se señalaba que la economía colombiana no se había afectado de manera adversa por consecuencia y efecto de contagio de la crisis mexicana de 1994 gracias a sus buenos fundamentos económicos, pero resaltaba que las encuestas de opinión disponibles reflejaban que los indicadores de confianza se estaban deteriorando a raíz de la crisis política, con lo cual quería señalar, sin expresarlo de forma explícita, lo sucedido por las acusaciones de filtración de dineros del narcotráfico en la campaña presidencial, que desembocó en el proceso 8.000. Mostraba, al respecto, que los precios de las acciones en la Bolsa de Bogotá habían registrado bajas en términos de dólares y que la tasa de cambio había subido hasta alcanzar el tope de la banda cambiaria. Se estimaba que el crecimiento de la economía habría sido del 5,3%, por debajo del 5,7% proyectado, y la inflación se había reducido hasta el 20%, todavía por encima de la meta del 18 % fijada por las autoridades. Las

cuentas externas mostraban mayor déficit de la cuenta corriente, pese al inicio de las exportaciones de petróleo de Cusiana. También se registraba déficit del sector público consolidado de 1% del PIB, por encima de lo previsto. Con todo, el balance de la economía aparecía aceptable a los ojos del Fondo y de las autoridades. El FMI recomendó al Gobierno adoptar una política fiscal más estricta para 1996. En 1995 la atención también se centró en las bandas cambiarias, la convertibilidad de la cuenta de capitales y los cambios introducidos a la tasa representativa de mercado (FMI, 1995). En 1996 se analizaron las metas de la administración Samper, los cambios en la política cambiaria y las reservas internacionales, el crecimiento monetario y las implicaciones monetarias de los flujos de capital. En términos del avance de las reformas estructurales, en el documento sobre el desarrollo económico reciente de Colombia, el FMI (1996) resaltaba la aprobación de una reforma tributaria a fines de 1995 que, entre otras medidas, elevó la tasa del IVA del 14% al 16% y la aprobación por el Congreso del Fondo de Estabilización Petrolero.

En 1997 y 1998 las preocupaciones del FMI fueron múltiples: la desaceleración de la economía, la situación fiscal, la evolución de la cuenta corriente, la política monetaria y el manejo de las tasas de interés, así como la situación bancaria. El reporte del Fondo (FMI, 1997) resaltaba el deterioro de la economía. Anotaba que el crecimiento del PIB en 1996 se había desacelerado al 2,1% como resultado de factores cíclicos y la incertidumbre generada por la crisis política. La inflación, por su parte, se había acentuado y alcanzó el 21,5%. También registraba que la política fiscal se había debilitado, en gran parte debido al incremento del gasto público, por encima del aumento de los ingresos fiscales. Por su parte, el déficit corriente se había mantenido cercano al 5,5% del PIB no obstante el crecimiento registrado en las exportaciones de petróleo y la baja en las importaciones. En el informe se destacaba que el Gobierno había declarado una emergencia económica que había sido rechazada por la Corte Constitucional. Respecto a las finanzas públicas resaltaba que el deterioro creciente de las finanzas públicas era una de las características más alarmantes de la economía colombiana. En su siguiente reporte (FMI, 1998) indicaba que la actividad económica se había continuado deteriorando en 1997, estimaba que la tasa de crecimiento podría haber alcanzado el 3,2% y que esta incluso había sido negativa durante la primera parte del año, comentaba que el desempleo se había incrementado y que como resultado del desaliento económico la inflación se había logrado reducir al 18% anual, cumpliéndose por primera vez la meta establecida por el Banco de la República. También señalaba un deterioro en las finanzas públicas que el Gobierno saliente justificaba por el mayor desequilibrio de las finanzas públicas originado en las finanzas subnacionales. El déficit consolidado había aumentado hasta el 4,3% del PIB, mientras que el déficit de la cuenta corriente había ascendido al 6% del PIB. Además

de todo ello, la salud del sector financiero también se estaba deteriorando, la inestabilidad y los desequilibrios estructurales de la economía a finales de la administración Samper Pizano eran manifiestos.

En el informe del FMI (1998) de noviembre se presentaban al detalle los problemas relacionados con el sector financiero. Si bien se reconocía que a inicios de la década se había adoptado una reforma estructural en el sector financiero dirigida a mejorar su eficiencia y competitividad en un ámbito de regulación más adecuada, se anotaba que este se venía debilitando desde mediados de la década y lo atribuía sobre todo a la gran desaceleración de la economía y a la caída de los márgenes de intermediación dada la mayor competencia entre los intermediarios, e identificaba como vulnerables en especial a las compañías de financiamiento comercial, las de ahorro y vivienda y las de *leasing*. También resaltaba que el deterioro financiero se había acentuado a inicios de 1998 a raíz de la crisis asiática y su efecto de contagio en América Latina, la baja registrada en los productos básicos, y los factores de incertidumbre política en Colombia. Señalaba que ante las presiones sobre la tasa de cambio el Banco de la República se había visto obligado a apretar la política monetaria elevando las tasas de interés. El informe concluía que era posible una mayor consolidación de la industria y recomendaba fortalecer la supervisión para evitar problemas sistémicos, pero, en apariencia, sin advertir la magnitud de la crisis que se avecinaba.

A inicios de la administración de Andrés Pastrana, el FMI (1998) resaltó los choques que venían afectando las economías de América Latina y, con respecto a la de Colombia, se quejaba del deterioro sufrido en los últimos años, a la vez que apoyaba las medidas fiscales anunciadas por Pastrana y hacía recomendaciones sobre la política monetaria y se mostraba de acuerdo con ajustar la paridad central de la banda cambiaria. En relación con las medidas fiscales destacaba que en los primeros días de Gobierno se procedió a recortar el presupuesto, elevar los precios de la gasolina, eliminar los subsidios a la energía eléctrica para los grupos menos pobres, y anota que el Gobierno se proponía someter al Congreso una reforma tributaria que comprendía ampliar la base del IVA aunque reduciendo la tarifa al 16 %, aumentar la retención en la fuente y mejorar la administración tributaria. En cuanto al sector financiero, el Fondo alertaba a las autoridades que la situación financiera podría ser más grave que lo señalado por las cifras; asimismo, resaltaba que la tasa de cambio se había venido apreciando en términos reales durante los años noventa, e insistía en que la Junta del Banco de la República debería dar un impulso de credibilidad a sus metas de inflación cumpliéndolas cabalmente. Esta opinión estaba sustentada en un informe técnico (FMI, 1998), el cual había identificado que uno de los determinantes de la inflación en Colombia era la incertidumbre de los agentes frente al curso de la inflación futura.

El FMI también publicó un conjunto de informes sobre los costos de la inflación, la fragilidad del sector financiero, la experiencia colombiana con los controles de capitales, los impuestos, la administración aduanera, las pensiones y el impacto económico de la inseguridad interna, que resultaban de gran utilidad para formular las políticas de la nueva administración (FMI, 1998).

Tal como se señala en el Cuadro 10, tomado del FMI (1999), el deterioro de los indicadores económicos continuó y se incrementó en 1999. La tasa real anual de crecimiento de la economía, que a finales de la administración Gaviria había alcanzado más del 5 %, se derrumbó a lo largo de la administración Samper. En 1998 alcanzó el 0,4 % y para 1999 el Fondo Monetario estimaba que caería 3,5 % y a la postre fue 4 %. La inflación medida por el índice de precios al consumidor se estimaba que registraría un gran descenso en 1999, a niveles cercanos a un dígito, pero ello solo reflejaba la recesión que registraba la economía. De igual manera y por similares motivos, las cifras del comercio exterior mostraban una caída espectacular de las importaciones en 1999, lo que permitía reducir el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que hasta 1998 permanecía alto, en el orden de 5,8 % del PIB. En cuanto a la situación fiscal, se destacaba que el déficit tanto del Gobierno central como del sector público no financiero venía en ascenso y en 1998 llegó a ser de 5,2 % y 3,9 % del PIB, respectivamente.

En 1999 los temas de intercambio con las autoridades se centraron en el Acuerdo de Facilidad Extendida (*External Fund Facility*, EFF) con ese organismo y los compromisos de política de Colombia. También el tema del sector financiero fue foco de atención. La aprobación del EFF con Colombia se dio en diciembre de 1999. En la presentación de la solicitud de un acuerdo formal de facilidad extendida al Directorio del FMI los representantes de Colombia en ese organismo, Junguito y Portugal (FMI, 1999), argumentaron que aunque el país había tenido la tradición de un buen manejo económico, al punto de haber sido distinguido como capaz de conseguir, aun en los difíciles años ochenta, un crecimiento económico sostenido al tiempo que servía cumplidamente sus obligaciones externas, y que en los noventa había adoptado reformas estructurales de envergadura, entre estas la independencia del Banco de la República, el comportamiento de la economía se había debilitado en años recientes y el crecimiento se había desacelerado hasta llegar a ser negativo en 1999, el desempleo venía en alza y los desequilibrios en las finanzas públicas y el sector financiero se habían acentuado. Este deterioro se atribuía a la inseguridad interna, a rigideces fiscales y a los choques externos, un conjunto de circunstancias inusuales que llevaban a las autoridades colombianas a establecer un programa de ajuste basado en una fuerte consolidación fiscal, la reestructuración del sector financiero, la adopción de reformas estructurales y un sistema de tasa de cambio flexible, y a solicitar un programa de facilidad extendida con el FMI.

En términos de los objetivos del programa se señalaba el restablecimiento de la tasa de crecimiento, que transitara de un crecimiento negativo cercano al 4 % anual en 1999 a uno positivo del 3 % en el 2000, y una tasa sostenible del 5 % anual para fines del programa y de entonces en adelante. Se anunciaba la intención de continuar el proceso de reducción anual de la inflación, que se esperaba fuese inferior al 10 % para 1999, y bajar el déficit en la cuenta corriente a niveles de 3 % del PIB. Se sostenía que el mayor esfuerzo de las autoridades estaría dirigido a reducir el déficit fiscal y el déficit consolidado del sector público no financiero del nivel estimado de 6,3 % del PIB en 1999, a 3,6 % en el 2000 y 1,5 % para el 2002. También se resaltaba el haberse sometido al Congreso cambios estructurales en temas como una reforma constitucional para disminuir las transferencias del Gobierno a los gobiernos locales, otra al régimen de pensiones, y fortalecer las finanzas públicas ampliando la base del IVA y adoptando un programa ambicioso de privatizaciones. El programa monetario, por su parte, estaría dirigido a cumplir las metas de inflación. Esto se llevaría a cabo mediante el control de la base monetaria como meta intermedia, aunque se anunciaba que se venía estudiando la adopción del esquema de inflación objetivo.

Respecto a la política de tasa de cambio se destacaba que desde 1994 y hasta 1999 se había adoptado un esquema de bandas cambiarias con una pendiente similar al crecimiento del índice de precios (Sliding Exchange Rate Band System). Los ajustes tanto del ancho de la banda como de su paridad central habían contribuido a proteger la tasa real de cambio del deterioro en los términos de intercambio y a restablecer la posición competitiva en los mercados internacionales. No obstante, se enfatizaba que en septiembre se había adoptado un sistema de tasa de cambio flexible. Aunque no era de reconocimiento explícito, la realidad era que las bandas habían estado sujetas a presiones especulativas sobre la moneda, lo cual las habían hecho insostenibles, tema este que se discute más adelante. También se explicaban las reglas establecidas por el Banco de la República para intervenir en el mercado cambiario, en las que se aclaraba que estas se limitarían a conseguir la acumulación deseada de reservas y a reducir la inestabilidad pero no la tendencia de la tasa de cambio, que había pasado a ser determinada por el mercado. Los objetivos del programa se precisan en el Cuadro 10.

**Cuadro 10**  
**Indicadores económicos y metas del programa con el FMI**

	Programa							
	1995	1996	1997	Prel. 1998	1999	2000	2001	2002
(cambios porcentuales, excepto en los casos indicados)								
<b>Ingreso nacional y precios</b>								
PIB real	5,2	2,1	3,2	0,4	-3,5	3,0	3,8	4,8
Deflactor del PIB	18,9	16,9	17,0	16,7	11,6	11,5	8,8	7,0
Precios del consumidor (promedio)	20,9	20,8	18,5	18,7	11,3	11,2	8,8	7,0
Precios del consumidor (fin del período)	19,5	21,6	17,7	16,7	11,0	10,0	8,0	6,0
<b>Sector externo (con base en dólares)</b>								
Exportaciones (FOB)	16,2	4,0	10,1	-5,8	8,9	9,2	1,1	5,2
Importaciones (FOB)	16,5	-0,6	12,8	-5,2	-29,8	20,2	4,2	3,9
Volumen de exportaciones	2,5	-2,2	6,6	5,4	5,1	6,0	2,2	4,1
Volumen de importaciones	8,0	2,0	21,7	-1,4	-28,9	18,4	2,5	1,7
Términos de intercambio	5,1	9,2	11,4	-7,0	5,0	1,5	-2,7	-1,1
Tasa de cambio nominal	-10,4	-13,6	-10	-25,1	-	-	-	-
Tasa de cambio real efectiva	-3,5	10,4	-3,2	-4,5	-	-	-	-
<b>Gobierno central</b>								
Ingresos	25,9	23,0	27,9	9,8	9,2	20,7	19,2	16,2
Gastos	38,0	36,0	18,5	24,3	20,4	5,7	12,6	9,0
Dinero y crédito								
Base monetaria	27,3	30,0	24,5	10,3	12,8	18,2	14,4	13,1
Crédito del sector privado	30,5	23,9	18,7	8,2	2,2	14,1	15,7	12,8
Velocidad del dinero		2,4	3,0	2,9	2,7	2,6	2,6	2,6
Tasa de interés (depósitos a 90 días)								
Nominal	32,4	27,8	23,9	33,9	-	-	-	-
Real	10,8	5,0	5,3	14,7	-	-	-	-
Base (como porcentaje de reservas internacionales netas)								
	3,4	3,6	3,5	3,9	3,7	3,6	3,5	3,5
(como porcentaje del PIB)								
Balance del Gobierno central	-2,8	-4,5	-3,5	-5,2	-7,1	-5	-4,2	-3,2
Ahorro del sector público	8,2	6,3	5,8	4,8	2,7	4,4	5,1	5,6
Balance del sector público no financiero	-0,5	-2,4	-3,7	-3,9	-6,3	-3,6	-2,5	-1,5
Balance combinado del sector público	-0,6	-2,3	-3,8	-3,1	-5,9	-3,5	-2,4	-1,3

**Cuadro 10 (continuación)**  
**Indicadores económicos y metas del programa con el FMI**

	Programa							
	1995	1996	1997	Prel. 1998	1999	2000	2001	2002
	(como porcentaje del PIB)							
Financiación externa	1,2	0,9	0,6	1,9	1,4	0,4	1,3	1,0
Financiación doméstica	0,6	0,8	1,8	1,0	3,8	-0,5	0,6	0,5
Privatizaciones	0,1	0,8	1,3	0,1	0,7	3,5	0,5	-0,2
Deuda del sector público	26,3	24,6	24,5	27,5	34,2	34,1	33,8	34,0
Inversión doméstica bruta	25,8	22,2	21,0	19,6	15,3	18,4	21,0	22,0
Ahorro nacional bruto	20,8	17,5	15,5	13,7	14,0	16,0	17,9	18,3
Cuenta corriente	-5,0	-4,9	-5,5	-5,9	-1,3	-2,4	-3,1	-3,2
Deuda externa	27,9	31,6	31,5	35,8	41,1	43,1	43,6	44,3
Del sector público	16,9	17,0	15,8	18,9	23,3	24,8	25,0	25,5
Deuda externa total de corto plazo sobre reservas	49,9	49,9	47,8	52,7	72,0	57,2	66,4	58,4
	(como porcentaje de las exportaciones de bienes, servicios e ingreso)							
Servicio deuda externa	22,9	21,7	24,0	23,2	22,6	21,1	27,4	27,5
Del sector público	13,2	17,5	21,3	25,2	27,4	27,8	30,2	30,5
Pagos de intereses	8,7	7,9	8,4	8,4	8,9	9,3	10,4	10,4
Del sector público	5,7	7,1	8,7	9,4	8,0	7,1	6,9	6,9
	(en millones de dólares)							
Balanza de pagos	1,0	1.722	211	-1.374	-750	744	326	323
Reservas brutas	8.447	9.938	9.908	8.741	8.215	9.458	9.754	10.107

Fuente: Fondo Monetario Internacional (Staff Report, 1999).

## 7. Primera década del siglo XXI: apoyo del FMI a la política monetaria y cambiaria

En abril del 2000 se expide un comunicado de prensa (FMI, *President of Colombia Meets Acting Managing Director*) sobre la reunión del presidente Pastrana con el FMI en el cual se discutía la buena respuesta de la economía frente al programa de facilidad extendida emprendido en diciembre de 1999 (Recuadro 3).

Sin embargo, no fue sino en agosto y septiembre que se adelantó la primera revisión formal a la evolución de la economía de acuerdo al programa (FMI, 2000); si bien el Fondo Monetario reconocía que el comportamiento de la economía colombiana estaba respondiendo según lo previsto, consideraba que los retos del país eran inmensos y hacía referencia al conflicto interno y a la adopción del Plan Colombia como mecanismo de apoyo internacional a estos esfuerzos. En lo relacionado con la política monetaria y cambiaria, destacaba que el mercado cambiario se había comportado de manera muy ordenada

luego de eliminarse las bandas cambiarias y la flexibilización de la tasa de cambio, como se puede observar en el Gráfico 1, y daba apoyo al sistema de remates para intervenir el mercado que había establecido la Junta Directiva del Banco de la República. En cuanto al manejo monetario, destacaba que las tasas de interés estaban en niveles récord muy bajos y que las autoridades deberían estar dispuestas a apretar la política monetaria para garantizar que se cumpliera la meta de inflación del 10 %. También mostraba preocupación con el sector financiero, y estimaba que el costo de la crisis podría haber ascendido inicialmente al 8,5 % del PIB y que, de acuerdo a la recuperación de activos, podría descender al 5 %. Sobre la política fiscal, urgía reforzar los proyectos sometidos al Congreso.

### Recuadro 3

Resumen de noticias No. 00/22  
PARA PUBLICACIÓN INMEDIATA  
11 de abril de 2000

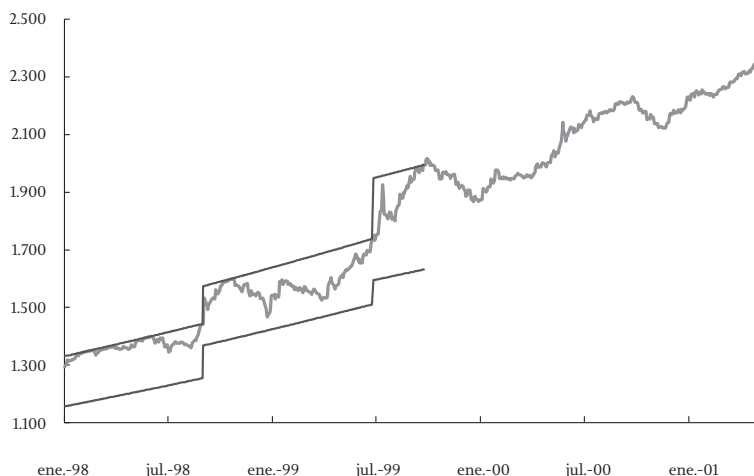
Fondo Monetario Internacional  
700 19th St., NW  
Washington, D. C. 20431 USA

Presidente de Colombia se reúne con el Director Gerente encargado del FMI

El presidente de Colombia, Andrés Pastrana, y su Ministro de Finanzas, Juan Camilo Restrepo, se reunieron hoy en Washington con el Director Gerente encargado del Fondo Monetario Internacional (FMI), Stanley Fischer, y con el Director del Departamento del Hemisferio Occidental, Claudio Loser. Ellos discutieron el progreso del programa económico de Colombia que tiene el apoyo del Servicio Ampliado del Fondo, el cual fue aprobado en diciembre pasado. También discutieron las implicaciones de la decisión del gobierno de Colombia de presentar al Congreso un proyecto de ley de referendo dirigido a hacer frente a las prácticas de corrupción y mejorar la eficiencia de la administración pública.

El gobierno de Colombia y las Directivas del FMI expresaron su satisfacción por la evolución de la economía colombiana, la cual ha comenzado a recuperarse, en conformidad con el programa posterior a la contracción económica de 1999. Los actuales signos de recuperación económica, junto con la continuación de políticas fiscales y crediticias fuertes, facilitarán la consecución de los objetivos del programa en lo que resta del año 2000. El presidente de Colombia reiteró que el paquete de reforma estructural es esencial para la restauración del crecimiento sostenido de la producción y el empleo y estará a la vanguardia de las prioridades del gobierno – una intención que es vista positivamente por la gerencia del FMI. Se aseguró al FMI que en el caso de que, debido al referendo, la aprobación de las reformas por parte del Congreso se retrase, el Gobierno presentará las reformas al nuevo Congreso y tomará medidas alternativas según sea necesario para asegurar que los objetivos del programa se cumplan plenamente.

**Gráfico 1**  
**Comportamiento de la tasa de cambio, 1998-2001**  
**Tasa representativa del mercado (trm) (en pesos por dólar)**



Fuente: Banco de la República.

A inicios del 2001 el FMI (2001) hace referencia a la adopción del esquema de inflación objetivo por el Banco de la República (Recuadro 4) y el propósito de reducir la inflación a niveles inferiores al 8%. Los principales temas de análisis a fines de la administración Pastrana, además de este, fueron la evaluación del programa de rescate del sector financiero adoptado en 2000, los stress tests del sector bancario y los indicadores de inflación básica, lo relacionado con el impuesto a las transacciones financieras y su evaluación, y la necesidad de una reforma a las pensiones. También se analizaban las propuestas del Gobierno al Congreso relacionadas con el acto legislativo sobre transferencias.

#### **Recuadro 4** **La implementación del esquema de inflación objetivo**

En octubre de 2000, las autoridades monetarias de Colombia anunciaron la adopción del esquema de inflación objetivo como marco para la política monetaria. Durante la década de 1990 el banco central fijó objetivos de inflación y utilizó los agregados monetarios, más recientemente la base monetaria, como un objetivo intermedio. La flotación del tipo de cambio en 1999 estableció las condiciones previas para la puesta en práctica del esquema de inflación objetivo.

## Recuadro 4 (continuación) La implementación del esquema de inflación objetivo

### Marco institucional

*Marco legal* – El marco jurídico del banco central fue instaurado en 1991 y 1992. Según la constitución y las leyes posteriores, el banco central tiene completa independencia de instrumentos y un mandato para procurar la estabilidad de precios. El financiamiento de los déficits públicos por parte del banco central está fuertemente limitado.

*Diseño de la meta de inflación* – La meta de inflación se define como la tasa anual de inflación del IPC, la cual incluye los precios volátiles de la energía y de los productos agrícolas. Este índice fue elegido porque es ampliamente comprendido por el público y los precios, los salarios y los contratos financieros a menudo se han relacionado con este índice.

*El horizonte de metas* – El banco central ha anunciado metas con dos años de antelación. La meta para 2001 es de 8 % y de 6 % para 2002. Estas metas son compatibles con la historia del gradualismo en Colombia que pretende limitar los costos de la desinflación. La meta multianual también se desprende de los largos rezagos entre el uso de los instrumentos de la política monetaria y el efecto de éstos sobre la inflación (típicamente estimado para 6 a 8 trimestres).

*Meta puntual o rango de metas* – La meta de inflación se define más como un punto que como un rango ya que se considera que proporciona una mejor guía para las expectativas inflacionarias y que comunica un mayor grado de compromiso por parte de las autoridades monetarias hacia la meta de inflación.

*Rendición de cuentas y transparencia* – Cada mes, el banco central da a conocer al público los resultados de los análisis de previsiones de inflación y los efectos observados de la inflación a través de comunicados de prensa, pronunciamientos públicos e informes de inflación. También publica un informe de inflación trimestral exhaustivo que contiene información sobre políticas, toda la información relevante que el banco central recolecta para medir la inflación, los resultados de los pronósticos de inflación, y mide las expectativas inflacionarias. Adicionalmente, la Junta Directiva del banco central presenta un informe al Congreso sobre acontecimientos económicos y su posición en cuanto a las políticas dos veces al año.

### Cuestiones operacionales: conducción de la política monetaria

*Implementación de las políticas* – El banco central interviene en el mercado a través de operaciones de mercado abierto para afectar las tasas de interés a corto plazo. Puede haber una intervención limitada en el mercado cambiario bajo circunstancias bien definidas. Los cambios en la posición monetaria tienen lugar cuando los choques al sistema ponen la meta de inflación en duda.

*Pronósticos de inflación* – La Junta Directiva y el personal del banco central examinan un amplio rango de indicadores de inflación y de expectativas inflacionarias. A estos se añaden las proyecciones de inflación de una variedad de modelos, incluyendo modelos estructurales, modelos modificados de curva de Phillips, y modelos de vector de autorregresión. Sin embargo, estos modelos han tenido un éxito limitado en predecir la inflación por más de dos o tres trimestres en el futuro.

#### **Recuadro 4 (continuación)**

##### **La implementación del esquema de inflación objetivo**

*Canales de transmisión de políticas* – Los canales de transmisión de políticas que abarcan desde tipos de interés a corto plazo hasta la inflación en Colombia siguen siendo algo inciertos, y solo recientemente el banco central ha comenzado a desarrollar modelos que permiten un análisis más detallado de los mecanismos de transmisión. Además, las relaciones estructurales entre los instrumentos de política monetaria y las variables económicas en Colombia han sido inestables durante la reciente contracción económica y bajo el nuevo régimen cambiario, planteando así un reto para el banco central a medida que gana experiencia con las metas de inflación.

##### **Conclusión - evaluación y valoración**

Si bien Colombia ha establecido muchas de las características institucionales necesarias para practicar la fijación de metas de inflación, existen áreas donde necesita adquirir experiencia en sus operaciones. En particular, una mejor comprensión de los mecanismos de transmisión y el desarrollo de pronósticos de inflación más confiables potenciarán la capacidad del banco central para evaluar su política y llevar a cabo los ajustes necesarios con miras de alcanzar los objetivos de inflación. Adicionalmente, en el conjunto de la economía, la implementación exitosa de la fijación de metas de inflación requerirá de la continua ausencia de dominio fiscal y de una continuación de los esfuerzos para hacer frente a los problemas en el sistema bancario.

En la tercera revisión del programa (FMI, 2002) el Fondo reconocía que el proceso de recuperación de la economía se había visto entrabado por el entorno internacional y los ataques de la guerrilla a la infraestructura eléctrica y petrolera del país, e insistía en la necesidad de aprobar y emprender la reforma al régimen de pensiones; hacía referencia a la Misión del Ingreso Público, que tenía la responsabilidad de adelantar recomendaciones en materia tributaria, y a la importancia de adelantar una reforma laboral dados los altos niveles de desempleo abierto en el país; mencionaba como otras grandes barreras para recuperar la actividad económica las cargas parafiscales, el régimen de salario mínimo y la inflexibilidad laboral, dadas las regulaciones. En cuanto a la política monetaria, señalaba que el esquema de inflación objetivo operaba bien. Respecto a reformas estructurales destacaba que el Congreso había aprobado la del régimen fiscal territorial (Ley 617 del 2000); que se encontraba discutiendo la reforma al régimen de transferencias; que había sometido al Congreso un proyecto de reforma al régimen de pensiones y que estaba preparando un proyecto de ley sobre responsabilidad fiscal.

En septiembre del 2002 el director gerente del FMI se reunió con el presidente Álvaro Uribe y con el Congreso de Colombia (Recuadro 5); de esta reunión se destaca el compromiso de la entonces nueva administración con la estabilidad macroeconómica, y el éxito del Banco de la República con el esquema de inflación objetivo.

### Recuadro 5

9 de diciembre de 2002  
Washington, D.C. 20431 USA  
Observaciones del director gerente del FMI, Horst Kohler, en Colombia

El director gerente del Fondo Monetario Internacional Horst Kohler realizó la siguiente declaración el 9 de diciembre de 2002, después de una reunión con el presidente Álvaro Uribe en Bogotá:

“Estoy feliz de visitar Colombia en este momento para apoyar al presidente Uribe y su Gobierno en sus esfuerzos por lograr la estabilidad y el crecimiento sostenido para el país”.

“En el corto período de tiempo en el cual el Gobierno ha estado en el poder, es impresionante que ya se hayan tomado medidas inmediatas para hacer frente a una situación fiscal cada vez más débil y elaborar una estrategia integral para la estabilidad y el crecimiento. Debido a estos esfuerzos, Colombia está resistiendo bien las dificultades en el entorno externo, y esto es aún más notable en el contexto del conflicto interno”.

“Por lo tanto, aunque se han producido éxitos iniciales, todavía persisten importantes retos. En particular, la resolución de la situación de seguridad interna es esencial para la reactivación de la inversión y el crecimiento. He tenido la oportunidad de tratar algunos de estos problemas durante mi estancia”.

“El presidente y su equipo económico tienen el claro objetivo de preservar la estabilidad macroeconómica como el elemento clave de su estrategia para resistir los choques adversos. Las políticas fiscales y monetarias fuertes son críticas, y Colombia tiene fuertes instituciones económicas que ayudarán en este sentido. De hecho, el banco central ha logrado reducir exitosamente la inflación hasta un rango bajo de un solo dígito en Colombia [...]”.

En diciembre (FMI) el Fondo comenta que la economía venía mostrando una positiva pero lenta recuperación luego de la crisis de fin de siglo, resultado de la adopción de políticas fiscales y reformas estructurales robustas durante la mayor parte del período; no obstante, resaltaba que la situación había empeorado durante la primera mitad del 2002 y hacía referencia a la solicitud del Gobierno de emprender un acuerdo de stand-by con el FMI y a las políticas en materia fiscal, monetaria y cambiaria de la nueva administración. En dicho documento se hablaba de los riesgos que enfrentaba Colombia, entre ellos la

inseguridad interna, el apoyo que daría el Congreso a las propuestas fiscales y la situación de difícil acceso a los mercados de capitales, y urgía a las autoridades monetarias a reforzar el control de la inflación.

A inicios del 2003 (FMI, 2003) se informaba de las medidas aprobadas por el Congreso, incluyendo las tributarias, que comprendían ampliar el IVA y una sobretasa temporal al impuesto sobre la renta, una reforma a las pensiones que elevaba gradualmente las contribuciones y la edad para pensionarse a partir del 2014, una reforma laboral que reducía los sobre costos por trabajo dominical y los pagos por cesantías, al tiempo que extendía la jornada laboral ordinaria, así como la autorización de facultades al presidente para reformar al Estado. En lo relacionado con materias monetarias y cambiarias se discutía flexibilizar la tasa de cambio e intervenir el mercado cambiario, y las autoridades se comprometían a controlar la inflación mediante el uso del esquema de inflación objetivo. En mayo y diciembre (FMI, 2003), se comentaba que el comportamiento de la economía según el nuevo programa era satisfactorio, pues la tasa de crecimiento se estaba acelerando y el déficit fiscal estaba por debajo de lo programado, si bien la inflación se situaba ligeramente por encima de lo proyectado. En el 2004 (FMI, 2004) el Fondo Monetario expresaba que el comportamiento macroeconómico era mejor de lo previsto.

En el 2005 (FMI, 2005), el director ejecutivo del FMI destacó el éxito del *stand-by* colombiano de tipo precautelativo y resaltó la buena marcha del esquema inflación objetivo del Banco, así como la importancia de la autonomía del Banco de la República. En marzo (FMI, 2005) se recibió la carta con la cual se solicitaba renovar el acuerdo por parte del ministro de Hacienda y el gerente del Banco, y se discutió con el Banco de la República y la Superfinanciera el documento de evaluación del sector financiero preparado por el Fondo Monetario y el Banco Mundial (FMI, 2005). Pese a reconocerse que el sector financiero colombiano se encontraba en buenas condiciones y estable luego de la recapitalización y como resultado de una mejor supervisión ejercida en los últimos años, se adelantaban sugerencias concretas para fortalecerlo. En abril, en el reporte del *staff* (FMI, 2005) se hizo un resumen titulado “De la crisis a la recuperación”, que compendia la evolución de la economía colombiana desde la crisis de fin del siglo y que concentraba la atención sobre las políticas adoptadas a lo largo de la primera administración Uribe y, en cierta manera, elogiaba la estrategia de política macroeconómica adoptada, pero alertaba sobre los retos vigentes, sobre todo, en los frentes de la lucha contra el desempleo y la pobreza. El resumen del FMI sobre este período de la historia económica colombiana se reproduce en el Recuadro 6.

## Recuadro 6

### Resumen ejecutivo

---

Desde 1999, Colombia ha puesto en marcha una estrategia de mediano plazo basada en la consolidación fiscal, la reducción de la inflación y el fortalecimiento del sistema financiero. Antes del período 2003-2004, se había logrado avances sustanciales en estas áreas, y el desempeño económico había mejorado significativamente.

**No obstante, todavía existen retos importantes para seguir fortaleciendo el desempeño económico.** Estos incluyen la necesidad de traducir el crecimiento económico constante en una disminución continua en el desempleo y la pobreza, sostener el ritmo de la consolidación fiscal, y seguir fortaleciendo la supervisión financiera y profundizar los mercados de capitales nacionales.

**En general, se acordó que la estrategia política había funcionado bien y era adecuada para afrontar estos retos.** Las políticas seguirían procurando sostener el crecimiento real del 4% al año, mientras que gradualmente se reduce la inflación al 2%-4% anual. La política fiscal mantendrá la deuda pública en una senda sostenible. El banco central seguirá concentrándose en las metas de inflación mientras que se mantiene el régimen de tipo de cambio flexible para ayudar al sector externo a adaptarse a posibles cambios en las condiciones.

**La deuda pública se reduciría a cerca del 40% del PIB para el año 2010.** Las autoridades estiman que un superávit primario del 2,7% del PIB es consistente con esta trayectoria, pero están preparadas para ajustar el superávit primario como sea necesario para lograr este objetivo. Se acordó que el programa de reformas fiscales estructurales a mediano plazo incluya la política tributaria, las pensiones, el precio interno de la gasolina y el diésel, el gasto social, la participación regional de los ingresos fiscales, y la inversión pública.

**La política monetaria seguiría adelantándose en el contexto del marco de metas de inflación, junto con el régimen de tipo de cambio flexible.** El equipo del FMI apoyó el objetivo de las autoridades de reducir la inflación en medio punto porcentual al año hasta que la inflación anual alcance el rango de 2,0% al 4,0%.

**El equipo del FMI determinó que la competitividad externa parecía adecuada en general.** En 2004, el crecimiento de las exportaciones fue generalizado y el déficit exterior por cuenta corriente fue bajo. Para evitar una recurrencia de episodios anteriores de grandes apreciaciones reales seguidos por dificultades económicas, el banco central había estado comprando divisas desde finales del 2003. Sin embargo, enfatizaron que el Banco de la República siempre daría la máxima prioridad al logro de la meta de inflación. El FMI instó a las autoridades a protegerse frente a una excesiva intervención cambiaria que podría aumentar la inflación o crear costos cuasifiscales de esterilización.

**Las autoridades estuvieron de acuerdo con las principales conclusiones de la actualización de la FSSA.** La Superintendencia Financiera tiene la intención de seguir fortaleciendo el marco jurídico y normativo, especialmente mediante la mejora de la medición de riesgos de mercado y otros riesgos y del valor de los activos adjudicados. El Gobierno está buscando que el Congreso apruebe una ley de mercado de valores diseñada para profundizar los mercados de capitales nacionales.

En mayo del 2005 se adelantó la primera revisión del nuevo acuerdo con el Fondo Monetario (FMI, 2005) y al año siguiente la segunda revisión (FMI, 2006). En ambas ocasiones el mensaje central del Fondo Monetario fue la buena marcha de la economía. En el 2006, a inicios de la segunda administración Uribe, se efectuó la última revisión del *stand-by* entonces vigente y la revisión de la economía por parte del *staff*, y los temas que resaltó el FMI sobre la economía colombiana (FMI, 2006) estuvieron vinculados con las intenciones del Gobierno de fortalecer la política fiscal y el esquema de transferencias; ante las amenazas de recalentamiento de la economía resaltadas por el Fondo, se enfatizaba el compromiso del Banco de la República de controlar la inflación y destacaba la meta del 2%-4%. El tema de los precios de los activos y la estabilidad financiera fueron también temas de discusión con las autoridades, así como el comportamiento de la tasa de cambio real y la conveniencia de una reforma fiscal estructural. Además se anunciaba por parte de las autoridades su decisión de salir de los acuerdos formales con el FMI que venían acordándose desde fines de la década anterior. El informe del Fondo Monetario afirmaba: “En el período en que los apoyos formales del Fondo llegan a su fin, las perspectivas de mediano plazo de Colombia lucen favorables”.

En el 2007 (FMI) la preocupación central del FMI era el recalentamiento de la economía, pues la tasa anual de inflación había pasado del 4,5% al 6,5% en el curso del año y las discusiones se centraron en la estabilidad externa, la tasa real de cambio y la política monetaria y cambiaria. Se comentaban y apoyaban las decisiones de la junta del Banco de la República dirigidas a aumentar su tasa de intervención hasta 9,5%, lo que equivalía a 350 puntos básicos desde fines del 2006. Entre los temas más analíticos se planteó la pregunta de si la intervención del banco central en el mercado cambiario era efectiva, así como los relativos al impacto de la economía internacional sobre el crecimiento económico de Colombia (FMI, 2007). Los resultados indicaban que dicha intervención sí fue efectiva en el período de escasa liquidez de 2005-2006, pero que no lo fue en el 2007, pues dado el sobrecalentamiento de la economía la política monetaria había sido restrictiva. En adición al tema del control monetario y la inflación, en ese momento se comenzó a discutir cómo adelantar un aterrizaje suave y el posible contagio de la situación financiera internacional.

Hacia finales del 2008 el informe de la misión del Fondo (FMI, 2008) destacaba que Colombia venía enfrentando con éxito el efecto de la turbulencia financiera internacional que se estaba presentando y mencionaba, entre otras acciones, su decisión de lograr prefinanciar sus necesidades de recursos externos. En ese año, y en el 2009, también se plantearon varios temas de fondo en la órbita del Banco de la República; entre estos, la efectividad de controlar los capitales para enfrentar los choques externos y el cómo mantener la estabilidad

financiera en períodos de inestabilidad externa. Sobre el impacto del control de capitales (FMI, 2009) el Fondo encontró que las medidas adoptadas, las cuales comprendían el establecer un encaje no remunerado a los flujos externos, habían reducido el endeudamiento externo, pero no habían frenado otras fuentes de flujos de capital. En el 2009 se volvió a resaltar la respuesta adecuada de las autoridades colombianas ante la crisis financiera internacional, que fue de tipo contracíclico, y el esquema del *Flexible Credit Line* (FCL) aprobado para Colombia en sus relaciones con el FMI, que era un reconocimiento para los países con buenas políticas y fundamentos económicos (FMI, 2009). Allí se menciona que las reservas internacionales se mantuvieron relativamente estables en el 2009, que la autoridad monetaria respondió rápido ante la crisis y que los indicadores del sector financiero se mantuvieron sólidos en presencia de la crisis financiera internacional; destaca, de manera particular, que a ello contribuyeron las medidas adoptadas en el 2008 con el acuerdo entre los bancos y la Superintendencia Financiera de proceder a retener una porción de las utilidades y fortalecer la base patrimonial, así como la adopción de reservas contracíclicas aprobadas en el 2009. En el Recuadro 7 se reproduce la opinión del director gerente del FMI frente a la solicitud del ministro de Hacienda y el gerente del Banco de la República sobre un programa de acceso a recursos de una línea de flexibilidad extendida con ese organismo.

A finales de la segunda administración Uribe, en la última comunicación conjunta del ministro de Hacienda (Óscar Iván Zuluaga) y el gerente del Banco de la República en abril de 2010 con el director gerente del FMI, se hace un interesante recuento del manejo macroeconómico del país y se solicita establecer un nuevo acuerdo del FCL (FMI, 2010). Se argumentaba que Colombia se había visto afectada de manera adversa pero no particularmente severa por la crisis financiera internacional, aunque reconocía que el crecimiento del PIB había sido prácticamente nulo en el último año, que la baja en la actividad económica había sido aguda en la industria manufacturera y que las exportaciones también habían disminuido. Con todo, destacaba que las reservas internacionales permanecían relativamente estables y resaltaba el manejo macro contracíclico adoptado por las autoridades para hacer frente a la situación internacional. En cuanto a la política monetaria, anotaba que las autoridades habían procedido a reducir las tasas de interés de intervención en cerca de 650 puntos básicos, y frente a la política fiscal destacaba que esta también apoyaba la demanda agregada y que la intención de las autoridades de establecer una regla estructural fiscal era muy positiva. Con relación al sector financiero exponía que los indicadores permanecían sólidos no obstante la crisis y que a ello habían contribuido los acuerdos entre los bancos y la Superintendencia Financiera relativos al fortalecimiento patrimonial y la retención de utilidades con fines precautelativos.

## Recuadro 7

20 de abril de 2009

### **Declaración del director gerente del FMI, Dominique Strauss-Kahn en Colombia**

Dominique Strauss-Kahn, director gerente del Fondo Monetario Internacional, hizo hoy la siguiente declaración:

“Acojo con beneplácito el anuncio hecho por el ministro de Hacienda, Óscar Iván Zuluaga y el gerente general del Banco Central, José Darío Uribe de que a Colombia le interesa un acuerdo de carácter cautelar de un año en la Línea de Crédito Flexible (LCF) del FMI por un 900% de la cuota (DEG de US\$ 6.97 mil millones o alrededor de US\$ 10.400 millones). Me alegra esta respuesta positiva a la invitación que envié a las economías con un buen rendimiento para utilizar este nuevo instrumento con el fin de reforzar la confianza internacional en la fuerza y la sostenibilidad de su marco de política”.

“Colombia tiene una trayectoria sostenida de políticas económicas sólidas y tiene muy fuertes fundamentos económicos y marcos institucionales y de políticas. Las autoridades colombianas han respondido adecuadamente a la crisis financiera mundial y han demostrado un compromiso con el mantenimiento de este historial sólido. Por lo tanto, tengo la intención de avanzar con rapidez en la búsqueda de la aprobación por parte del Directorio Ejecutivo del Fondo a la solicitud de Colombia para un acuerdo de LCF”.

“La LCF es un instrumento establecido el 24 de marzo de 2009, que está disponible para los países miembros del FMI que se considera poseen fundamentos, políticas y trayectorias de aplicación de la política muy sólidas. [...] El acceso a un acuerdo de LCF se basa en que el país solicitante ha cumplido con estos criterios y no en el cumplimiento de los criterios de desempeño *ex post*”.

El Cuadro 11 muestra los favorables indicadores de vulnerabilidad de la economía colombiana en el 2009 frente a los de otros países emergentes y los emergentes con grado de inversión. Colombia disponía de un mayor nivel relativo de reservas internacionales respecto a sus amortizaciones de deuda a corto plazo, un nivel inferior de deuda externa y menor déficit corriente, mayores flujos relativos de inversión extranjera directa y menores necesidades de financiamiento externo. En lo relativo a los indicadores fiscales, el balance global (*overall balance*) era muy inferior al de dichos países, en tanto que el tamaño de la deuda pública respecto al PIB era similar al de los otros países emergentes. Con relación al sistema financiero se encuentra que el coeficiente de solvencia y la rentabilidad promedio de los activos fueron mayores en Colombia y la cartera vencida como porcentaje de los préstamos menor a las medianas de la muestra de los países en referencia.

**Cuadro 11**  
**Indicadores de vulnerabilidad de Colombia (porcentaje sobre PIB)**

	Colombia	Mediana, muestra de 51 mercados emergentes	Mediana, muestra de 21 economías emergentes con grado de inversión
Sector externo			
Reservas brutas como porcentaje de la deuda de corto plazo a los plazos existentes	223,7	197,0	164,5
Deuda externa bruta total	21,3	40,1	40,1
Balance de la cuenta corriente	-1,8	-2,1	0,2
Inversión extranjera directa	2,6	1,8	1,4
Financiación externa bruta requerida	8,3	12,3	16,3
Sector público			
Balance total	-2,8	-4,8	-4,3
Deuda bruta del sector público	35,1	37,7	32,9
De la cual: expuesta al riesgo cambiario	15,4	16,0	5,5
Expuesta al riesgo de refinanciación	4,4	5,0	5,3
Sistema financiero			
Coefficiente de solvencia (porcentaje)	15,2	14,6	13,6
Cartera vencida (como porcentaje de los préstamos totales)	4,1	4,8	5,7
Rentabilidad promedio de los activos (porcentaje)	2,4	1,1	1,0

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Colombia: 2010 (Article IV, Consultation and Staff Report, mayo de 2010).

## 8. 2010-2015: la línea de crédito flexible y el problema de balanza de pagos

Las relaciones con el Fondo Monetario Internacional en el período 2010-2015 fueron en esencia de seguimiento a la economía y apoyo a Colombia mediante el esquema de la línea de crédito flexible (*Flexible Credit Line*) de tipo precautelativo obtenida desde el 2009. De hecho, en mayo de 2010 en su *Staff Report* (FMI, 2010) el Fondo anunciaba que Colombia podría continuar con acceso a la línea de crédito flexible si esta fuese solicitada por las autoridades. Por lo demás, las opiniones del FMI en estos años se limitaron principalmente a

sus labores rutinarias de seguimiento a la economía colombiana, sintetizada en los *Staff Reports* anuales de ese organismo. El primer documento del Fondo Monetario durante la primera administración Santos se remonta a diciembre de 2010, cuando publicó un artículo sobre el manejo en cinco países de la política monetaria para sortear la tormenta financiera internacional, que incluye y destaca el manejo monetario de Colombia en el período más agudo de la crisis financiera internacional (FMI, 2010). Reseña la política de encajes adoptada al inicio de la crisis y las medidas de control de capitales resultantes de adoptar encajes no remunerados sobre el endeudamiento exterior, pero, ante todo, es un documento retrospectivo que resalta el buen manejo macroeconómico durante la crisis entre 2007-2009.

En abril de 2011 el ministro de Hacienda de la administración Santos (Juan Carlos Echeverry) y el gerente del Banco de la República enviaron una comunicación al Fondo Monetario solicitando un nuevo acuerdo precautelativo basado en la línea de crédito flexible de ese organismo. En el documento de respuesta el FMI destaca el sólido andamiaje institucional de Colombia y el buen manejo de su política monetaria, resalta la continuidad de las políticas entre las administraciones y recomienda la renovación del acuerdo con un FCL en julio de 2011 (FMI, 2011). Ese fue su primer informe sobre lo ocurrido en la economía colombiana durante la primera administración Santos. Desde el punto de vista de economía política, quizás cabe resaltar una cita interesante del informe, que se refiere a la apreciación del Fondo sobre la continuidad de las políticas entre las administraciones. Afirmaba textualmente que luego de la toma de posesión del cargo del presidente Santos, en agosto de 2010:

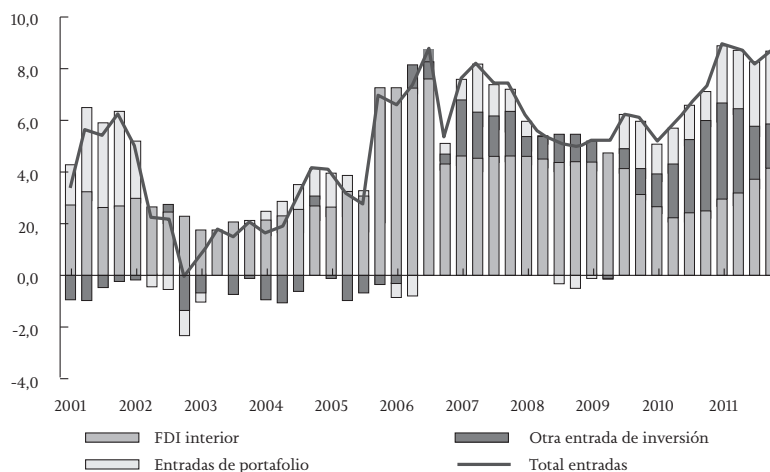
El gobernador del Banco de la República permaneció en su puesto [como lo estipulaba la ley del Banco] y el nuevo ministro de Hacienda lanzaba iniciativas que apoyaban los esfuerzos de su predecesor dirigidas a reforzar el marco de la política fiscal.

En términos de reformas propuestas mencionaba el establecimiento de la regla fiscal, la reforma a las regalías y la incorporación del concepto de sostenibilidad fiscal como mandato constitucional. Desde ese momento el FMI alertaba a las autoridades sobre la vulnerabilidad de la economía frente a un choque de los productos básicos de exportación (con notabilidad el petróleo), y concluía que Colombia seguía presentando las condiciones para acceder a la línea de crédito flexible.

Un informe de importancia publicado a finales de ese año tuvo que ver con la efectividad de los controles de capital como mecanismo para reducir los flujos y evitar la incidencia de los flujos de capital externo sobre las tasas de cambio (FMI, 2011). El estudio en referencia analizaba lo sucedido en la segunda

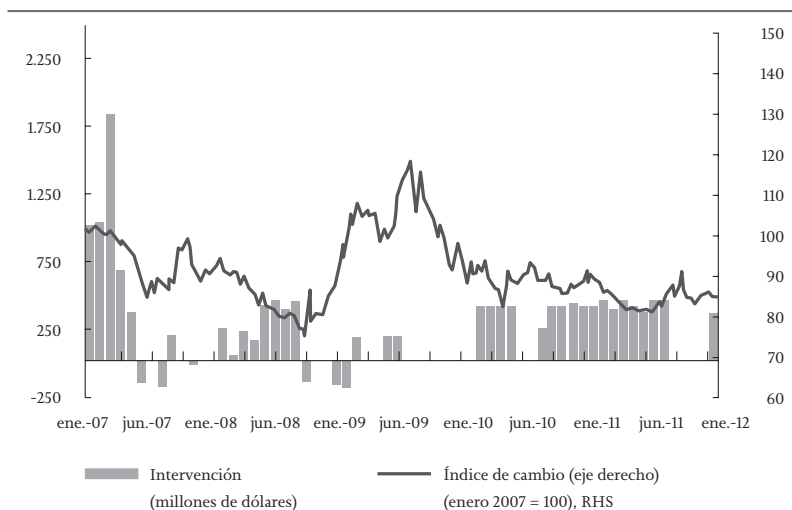
mitad de la década, en el caso de Colombia, frente al de otros países emergentes, como Brasil, Corea y Tailandia. Quizás lo más interesante del ejercicio realizado es que fue cambiando la posición del FMI sobre los controles de capital; de considerar que estos no eran efectivos, en el estudio identificó que, en algunos casos como Colombia, había tenido el efecto de alargar su maduración y permitido a la política monetaria un margen más amplio de manejo. No obstante, anotaba que los controles no habían incidido sobre los flujos de inversión extranjera directa y por tanto no habían impedido la apreciación de la tasa de cambio real. En 2012 se hizo una nueva revisión del acuerdo de FCL con Colombia y del seguimiento a la economía (FMI, 2012), en el que se volvía a destacar la fortaleza de la institucionalidad colombiana y el adecuado manejo macro durante la crisis, pero reconocía que la tasa real de cambio continuaba apreciándose dados los flujos de capital, en particular de la inversión extranjera directa y la intervención en el mercado cambiario por parte del Banco de la República, como se ilustra en el Gráfico 2.

**Gráfico 2**  
**A. Colombia: entradas brutas de capital**  
**(cuarto trimestre acumulado, en porcentaje del PIB)**



Fuente: estimaciones del personal del FMI.

**Gráfico 2 (continuación)**  
**B. La intervención y el tipo de cambio bilateral**



Fuente: autoridades nacionales y estimaciones del personal del Fondo.

También se publicó a inicios de 2013 el informe sobre el comportamiento de la economía en el año anterior (FMI, 2013) y el organismo se preciaba de que las autoridades habían desarrollado una política macro en línea con las recomendaciones de dicho organismo al comenzar a disminuir los estímulos monetarios y fiscales para evitar que se recalentara la economía; a la vez, destacaba que las autoridades habían continuado mejorando su marco fiscal –hacía referencia a la reforma tributaria del 2012– y reforzaba la regulación y supervisión financiera. Entre los riesgos, se volvía a mencionar la vulnerabilidad del país ante los sucesos de la economía mundial, como podía ser la eventual caída de los precios del petróleo.

En 2013 se publicaron los resultados de la evaluación del sector financiero adelantada por el Fondo Monetario y el Banco Mundial (FMI, 2013). Allí se resaltaba el buen nivel de la supervisión financiera en Colombia, aunque hacía sugerencias relacionadas con la importancia de profundizar el mercado interbancario y los mecanismos de resolución en caso de quiebra de entidades financieras. En el documento de mediados de 2013 (FMI, 2013) se ilustraba la mayor solidez del sector financiero colombiano en el contexto de América Latina, en aspectos tales como las relaciones entre el capital y los activos

ponderados por riesgo, la tasa de retorno con relación a los activos y al capital, los bajos índices de cartera de dudoso recaudo y el alto nivel de provisiones. También se recalca que las vulnerabilidades del país tenían que ver con riesgos internacionales como una caída de los precios del petróleo, una recaída de las economías más avanzadas o de las emergentes, se establecía una matriz de riesgos y se adelantaban unas simulaciones que, vistas *ex post*, subestimaban la magnitud de la caída de los precios del petróleo y su impacto en la economía colombiana.

En el documento de seguimiento a la economía del año siguiente (FMI, 2014) se recalca que el principal riesgo de la economía colombiana tenía que ver con el efecto adverso de la caída en los precios del petróleo y la incidencia de la normalización monetaria por parte de los Estados Unidos. Quizás es importante destacar que en las recomendaciones del Fondo sobre el manejo macro se da énfasis al tema fiscal y de la inversión pública en infraestructura, así como a fortalecer el sistema de seguridad social y mejorar la inclusión financiera y la supervisión financiera, pero no se destacaban recomendaciones en materia monetaria o cambiaria; sobre estas se mostraba de acuerdo con la intención de la Junta del Banco de mantener una política monetaria en posición neutral y seguir utilizando el esquema de tasa de cambio flexible como mecanismo para absorber los choques externos. También analizó la suficiencia de reservas internacionales y destacó, en ese momento –mayo de 2014– que parecían suficientes para atender choques externos; en esta fecha el Fondo estimaba que el crecimiento de la economía podría alcanzar un 4,5%. En términos de sus preocupaciones por la economía interna, en el documento “Temas seleccionados” (FMI, 2014), que por lo general abordan los aspectos de política a tener en mente, incluía los riesgos de desborde originados en la economía internacional, el manejo de la regla fiscal, el comportamiento del sector manufacturero y su carácter estructural, temas de supervisión de conglomerados financieros y el de inclusión financiera.

En su consulta de 2015 (FMI, 2015) destacaba que, quizás, las reservas internacionales eran suficientes para choques normales pero no para evitar vientos de cola. En ese último informe mostraba ya preocupación por el significativo choque ocurrido a raíz del desplome de los precios internacionales del petróleo desde mediados de 2014, el creciente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y, en general, el efecto adverso de la caída de los precios del petróleo en el crecimiento de la economía. En este informe se hacía referencia al avance del proceso de paz y a la importancia de la puesta en marcha de las inversiones en las vías de cuarta generación como herramienta contracíclica. Los resultados del seguimiento a la economía en los informes recientes del FMI han sido, en general, de apoyo a las políticas adoptadas por el Gobierno y el Banco de la República. La posición del FMI ante el impacto potencial de

una recaída de la actividad económica internacional o por razón de la baja en los precios del petróleo, como se puede constatar en el Recuadro 8, ha sido que la tasa de cambio flexible, el esquema de inflación objetivo establecido por el Banco de la República, la aplicación estricta de la regla fiscal, el nivel confortable de las reservas internacionales, los bajos niveles de la deuda externa y de la deuda pública, junto con el esquema del FCL con el Fondo, han proveído –y proveen– los colchones necesarios para garantizar la buena marcha de la economía.

### Recuadro 8 Matriz de riesgos y recomendaciones de política

<p><b>Un aumento rápido de la volatilidad financiera:</b> mientras que los inversionistas reevalúan el riesgo subyacente y cambian a activos de asilo seguro dado el crecimiento lento y desigual, así como la salida monetaria asimétrica.</p>	Alto	Alto	<p>Utiliza el tipo de cambio y las reservas internacionales como amortiguador.</p>
<p><b>Período prolongado de crecimiento más lento en las economías avanzadas y emergentes:</b></p>			
<p><b>Economías emergentes:</b> maduración del ciclo, una distribución inadecuada de la inversión y las reformas estructurales incompletas que conducen a un crecimiento más lento por más tiempo.</p>	Mediano	Mediano	<p>Utiliza la política monetaria para apoyar el crecimiento; acelera la ejecución de proyectos de capital en el sector público.</p>
<p><b>Los riesgos para los precios de la energía:</b></p>			
<p><b>Un aumento de la volatilidad</b> debido a la incertidumbre sobre la persistencia del choque en la oferta de petróleo y las causas subyacentes de la disminución de los precios.</p>	Alto	Alto	<p>Utiliza el tipo de cambio y las reservas internacionales como amortiguador.</p>
<p><b>Precios persistentemente bajos</b> provocados por factores de oferta que se invierten solo de forma gradual y una demanda más débil.</p>	Mediano	Alto	<p>Utiliza el tipo de cambio y las reservas internacionales como amortiguador</p>

## Recuadro 8 (continuación)

### Matriz de riesgos y recomendaciones de política

<b>Desaceleración del crecimiento y los riesgos financieros en China:</b>			
<b>El progreso insuficiente de las reformas lleva a una acumulación continua de vulnerabilidades</b> , que se traduce en una desaceleración del crecimiento significativo a mediano plazo.	Mediano	Mediano	Utiliza el tipo de cambio como amortiguador. En el caso de que el choque sea grande y prolongado utiliza un estímulo monetario y el ajustador del gasto contracíclico en virtud de la regla fiscal.
<b>Fuerte desaceleración de 2015-2016.</b> El crecimiento cae significativamente por debajo del objetivo, posiblemente debido a una crisis severa en el mercado inmobiliario o un choque en el sector bancario “sumergido” y en ausencia de un estímulo de compensación.	Bajo	Mediano	
<b>Tensión del mercado de bonos como resultado de una nueva evaluación del riesgo soberano:</b>			
<b>Zona del euro:</b> el estrés soberano reemerge debido a la incertidumbre política, reformas tambaleantes, y la revuelta política y social, en particular en Grecia.	Mediano	Mediano	Utiliza el tipo de cambio y las reservas internacionales como amortiguador.
<b>Estados Unidos:</b> prolongada falta de acuerdo sobre un plan creíble para la sostenibilidad fiscal (a medio plazo).	Bajo	Alto	
<b>Los riesgos específicos de cada país:</b>			
<b>Dificultades económicas en América Central que afectan a las filiales de los bancos de Colombia</b>	Bajo	Mediano	Proporcionar apoyo de liquidez a las entidades sistémicas.
<b>Dificultades políticas o económicas en Venezuela</b>	Alto	Mediano/ Bajo	Utiliza el tipo de cambio y las reservas internacionales como amortiguador.

## Recuadro 8 (continuación) Matriz de riesgos y recomendaciones de política

Los riesgos específicos de cada país:			
<p><b>El retraso en la ejecución de los CPP (Comparador Público Privado) / APP (Asociación Público Privada) debido a la financiación insuficiente u otros obstáculos.</b></p>	Bajo	Mediano	<p>Cambia la prioridad de los proyectos hacia aquellos de mayor desempeño en crecimiento, desarrolla nuevos instrumentos de financiación a su vez evitando un incremento en la exposición del gobierno y una alteración en la distribución óptima del riesgo.</p>

## 9. Reflexiones finales

Este trabajo analizó las funciones de seguimiento, evaluación y recomendaciones del Fondo Monetario Internacional y la trascendencia de dicho organismo, creado en 1944 en Bretton Woods, en las políticas a cargo del Banco de la República; esto es, la política monetaria, cambiaria (incluyendo la balanza de pagos), crediticia y financiera. Asimismo, se revisan las opiniones del FMI en el tema fiscal, a cargo del Ministerio de Hacienda, de manera particular cuando estas afectan las decisiones a cargo del Emisor. Es un estudio basado, casi con exclusividad, en los más de mil artículos y reportes del Fondo Monetario Internacional, y refleja la interlocución de ese organismo con las autoridades económicas de Colombia, principalmente con el gerente y el equipo técnico del Banco de la República, así como con el ministro de Hacienda, quien, cabe recordar, ha sido siempre el presidente de la Junta Directiva del Banco. Es una historia económica de Colombia desde fines de la Segunda Guerra Mundial vista desde la óptica de dicho organismo multilateral.

El desarrollo del trabajo es cronológico y hace referencia a los análisis del FMI sobre el comportamiento de la economía, las políticas adoptadas por las autoridades económicas colombianas, y sus recomendaciones de las que se deberían adoptar. La primera sección se refiere a lo sucedido con las relaciones entre el FMI y las autoridades colombianas durante los años cuarenta, período que se describe como aquel en el cual el FMI y las autoridades colombianas inician contacto. Recuenta las primeras evaluaciones del Fondo sobre la economía

colombiana, el efecto adverso de los disturbios del 9 de abril de 1948 sobre las reservas internacionales y la estabilidad cambiaria, y las gestiones del Banco de la República para obtener apoyo financiero del FMI. Ese primer período concientizó al Fondo sobre el rápido deterioro externo que enfrentaba un país en situaciones de inestabilidad política y al Banco de la República sobre la importancia del ajuste y alineación de la tasa de cambio como prerrequisito para acceder a los recursos de apoyo a la balanza de pagos por parte del FMI.

El análisis de lo sucedido en los años cincuenta los cataloga como el período en el que el Fondo Monetario comienza asesorar a las autoridades en materia macroeconómica. A manera de resumen de lo sucedido en las relaciones entre el FMI y el Banco de la República durante esos años se encuentra que, en efecto, el centro de atención en el diálogo entre las autoridades económicas de Colombia y el Fondo fue la tasa de cambio y que el interlocutor principal del Gobierno con el FMI fue el Banco de la República, en cabeza de su gerente. Los temas relativos a los mecanismos de control de importaciones y las medidas monetarias dirigidas a controlar la demanda de importaciones también formaron parte del diálogo con ese organismo. Por otro lado, se aprecia que durante la década de los cincuenta la influencia del Banco Mundial a raíz de la misión dirigida por Lauchlin Currie fue preponderante, incluso en los temas cambiarios a cargo del FMI. Desde entonces, las autoridades colombianas comenzaron a comprender que el FMI y el Banco Mundial actuaban de manera conjunta y coordinada.

Los años sesenta se clasifican como aquellos en los cuales las relaciones del FMI pasaron de la colaboración y el diálogo amistoso y quizás sumiso por parte de las autoridades colombianas, a otras de enfrentamiento con el organismo multilateral. Esta década ratificó la vulnerabilidad de la economía colombiana y en particular de su sector externo ante los vaivenes del mercado internacional del café; fue un período durante el cual se evidenciaron los desequilibrios fiscales, monetarios y cambiarios de la economía ante los choques del café y las dificultades incluso de tipo político de las autoridades para proseguir una política macroeconómica coherente. Los enfrentamientos más protuberantes con el FMI se dieron en 1963 debido al ajuste salarial establecido por el entonces ministro del Trabajo, que dio al traste con la devaluación de 1963, y luego el ocurrido a raíz de las medidas económicas y cambiarias adoptadas en 1966, al inicio de la administración Lleras Restrepo. No así, desde la perspectiva del Fondo, de la adopción posterior del Decreto 444 de 1967, que según el FMI fue una corrección adecuada de las políticas adoptadas el año anterior. La permanencia de tasas múltiples de cambio fue también materia de controversia con el Fondo Monetario a lo largo del decenio.

En la década de los setenta, como se explica en el texto, las relaciones entre el FMI y las autoridades económicas de Colombia tuvieron características

bien diferentes durante el primer y segundo quinquenio. En la administración Pastrana se acudió a sucesivos acuerdos de *stand-by* con el FMI dados los problemas de balanza de pagos; si bien en los primeros años el FMI dio apoyo a la política económica de la administración Pastrana, hacia finales de esta se tornó crítico sobre todo del manejo financiero y en particular de la orientación preferencial del crédito a la vivienda mediante el sistema de ahorro en valor constante de las cuentas en UPAC. Por el contrario, el FMI apoyó la política macro anunciada y puesta en marcha por la administración López, en particular la adopción de la reforma tributaria y las medidas de liberalización financiera. Según se comenta en el texto, es interesante que el FMI no hubiese sido más crítico sobre la falta de efectividad de la autoridad monetaria en controlar la inflación durante los setenta.

Los años ochenta, de acuerdo con la literatura económica, fueron de crisis para la región; algunos la llaman “la década perdida de América Latina”. Este fue un decenio también de dificultades económicas para Colombia y un período durante el cual se recurrió al apoyo del FMI por medio de un programa de monitoría que facilitó el acceso del país al financiamiento de la banca comercial internacional. En esta sección del artículo se detallan los diagnósticos sobre la economía y las recomendaciones del FMI dirigidas a eliminar los desequilibrios en la balanza de pagos y fiscales del país y a fortalecer la política macro. Asimismo, recuenta el proceso de diálogo emprendido entre las autoridades económicas de Colombia y los bancos comerciales internacionales que le habían cerrado el acceso a crédito al país y el papel fundamental desempeñado por el *chairman* de la Reserva Federal de los Estados Unidos, así como por el FMI para ayudar a consolidar un programa de ajuste macroeconómico creíble que facilitase el acceso al mercado internacional de capitales con el apoyo también muy significativo del Banco Mundial. En todo este proceso, como se comenta en el libro, el Banco de la República, junto con el ministro de Hacienda, tuvieron una función importante en el diseño, aprobación y adopción del programa de ajuste; los documentos del FMI citados en el texto corroboran el éxito del programa, Colombia fue casi el único país de la región que mantuvo de manera cumplida el servicio de su deuda exterior.

Los años noventa se califican en el trabajo como un período de reformas estructurales, las emprendidas durante la administración Gaviria, y de deterioro económico durante la segunda mitad de la década, hasta culminar con la crisis de fin del siglo. Respecto al papel del Fondo Monetario en esa década se encuentra que este fue de seguimiento y apoyo a las medidas estructurales adoptadas por Gaviria, de preocupación por el deterioro económico y político durante Samper, y de apoyo a las autoridades económicas mediante un Acuerdo de Facilidad Extendida a finales del decenio. El FMI se involucró de lleno con las autoridades, representadas por el Banco de la República y

el Ministerio de Hacienda, en el diseño del programa económico para hacer frente al desequilibrio fiscal y de la cuenta corriente en la balanza de pagos y de rescate y fortalecimiento del sector financiero adoptado por la administración Pastrana. Un tema de preocupación del FMI desde inicios de la década fue el de controlar las presiones inflacionarias, dicho organismo dio particular apoyo a la iniciativa de constitución del Banco de la República como banco central independiente y al mandato a su Junta Directiva de defender el poder adquisitivo de la moneda, o sea el de controlar la inflación como prioridad de la política monetaria. Hacia fines de la década el Fondo Monetario otorgó importancia especial al tema cambiario y sugirió de manera reiterada, al igual que el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, la importancia de hacer un tránsito del esquema de bandas cambiarias al de tasa de cambio flexible, el cual adoptó la Junta del Banco de la República a fines de 1999.

La actitud del FMI frente al manejo económico durante la primera década del siglo se califica en el trabajo como una etapa de apoyo permanente al manejo de la política monetaria y cambiaria adoptada por el Banco de la República. En el campo del control de la inflación, desde inicios del decenio el FMI se pronuncia a favor del esquema de inflación objetivo adoptado por la autoridad monetaria. El organismo multilateral, tanto a través de su directorio al extender un acuerdo *stand-by* de tipo precautelativo, como de su director gerente, también dio apoyo a las políticas aprobadas por la administración Uribe Vélez, sobre todo en lo relacionado con el fortalecimiento fiscal y las reformas estructurales en los frentes de las pensiones y laborales. A mediados de la década el Fondo Monetario, junto con el Banco Mundial, centró su atención en la importancia de la estabilidad del sector financiero y trabajó con el Banco de la República y la Superintendencia Financiera en la evaluación del sector, denominado Financial Sector Assessment Program (FSAP). Hacia fines del decenio el FMI concluía que Colombia venía enfrentando con éxito la turbulencia financiera internacional y destacaba las medidas de precaución dirigidas a fortalecer el patrimonio de los bancos y la posición de las reservas internacionales. La política económica se vio respaldada en el 2009 con el otorgamiento al país de la línea de crédito flexible, “a la cual pueden acceder solo aquellos países miembros del FMI que, se juzga, disponen de fuertes fundamentos económicos, políticas adecuadas y estándares con récord comprobados de ejecución”.

La etapa de lo corrido en esta segunda década del siglo XXI se caracteriza en el estudio como una en la cual el FMI ha continuado su apoyo a la economía colombiana al mantener su línea de crédito flexible, pero ha alertado de manera permanente a las autoridades sobre los riesgos de una caída en los precios de sus productos básicos de exportación y su impacto adverso en el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, como de hecho sucedió

y de manera abrupta con la caída, desde mediados de 2014, de los precios internacionales del petróleo, el principal producto de exportación del país. En 2015 el FMI consideró que el país estaba relativamente bien protegido ante las vicisitudes internacionales y, ante todo, frente a las bajas del petróleo gracias a la tasa de cambio flexible, el esquema de inflación objetivo establecido por el Banco de la República, la aplicación estricta de la regla fiscal, el nivel confortable de las reservas internacionales, los bajos niveles de la deuda externa y de la pública, que junto con el esquema del FCL con el Fondo han proveído y proveen los colchones necesarios para garantizar la buena marcha de la economía. Se espera que el FMI establezca un diálogo con el Banco de la República en el futuro inmediato sobre la importancia de controlar las expectativas de inflación dado el desborde del índice de precios al consumidor, que alcanzó el 6,8 % en 2015, por encima del rango tope del 4 % establecido por la Junta del Banco. También se espera que el Fondo se pronuncie sobre el contenido y urgencia de poner en marcha la reforma tributaria estructural propuesta por la Misión de Expertos Tributarios.

En conclusión, el análisis adelantado en este trabajo sobre las relaciones del FMI y el Banco de la República ratifica la importancia que ha tenido la labor de seguimiento a la economía colombiana adelantada de manera consistente por parte del FMI y su interlocución franca y permanente con el Banco de la República y el Ministerio de Hacienda. Asimismo, denota la gran influencia o ascendencia que ha tenido dicho organismo en la formulación de la política macroeconómica del país, sobre todo en la política cambiaria y monetaria, así como en la fiscal. También ha sido fundamental el apoyo de balanza de pagos del FMI, en particular en períodos de grandes desbalances macro y de crisis internacionales, mediante sus mecanismos de *stand-by*, de facilidad extendida y, más recién, de acceso precautelativo a su línea de crédito flexible. No obstante que el FMI ha sido dogmático en su visión económica durante algunas etapas de su vida económica, y tenido fricciones y enfrentamientos con las autoridades en ocasiones, se puede afirmar que sus relaciones con las autoridades económicas del país han sido, por lo general, de respeto mutuo, francas, directas, amables y concretas durante estos más de setenta años de existencia de dicho organismo y de Colombia como miembro de él. Las condicionalidades impuestas por el FMI para el acceso a sus recursos de balanza de pagos han estado, por lo general, bien orientadas y han sido discutidas a cabalidad con las autoridades nacionales.

El FMI no ha sido la espada de Damocles del país o el arma del imperialismo, como se ha argumentado en algunos escritos económicos; más bien, ha sido el colaborador técnico, oportuno y sincero que requieren las autoridades económicas de un país que enfrenta las incertidumbres de los mercados internacionales y las restricciones políticas de un país emergente. Este trabajo, sin duda, debe complementarse con un análisis de los archivos del

Banco de la República y del Ministerio de Hacienda que permita complementar y contrastar las visiones del FMI con las respuestas precisas de las autoridades al Fondo sobre las recomendaciones de dicho organismo. Quizás al revisar en detalle las respuestas de las autoridades al FMI y las decisiones tanto de la Junta del Banco como del Ministerio de Hacienda se tenga una percepción más clara sobre la naturaleza de los enfrentamientos entre las partes en algunos períodos y se pueda entender a cabalidad y más allá de los simples riesgos inflacionarios y de las aparentes restricciones políticas, por qué medidas como la unificación y flexibilización de la tasa de cambio solo se vinieron a adoptar a finales del siglo XX, luego de más de cincuenta años de estar escuchando las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional en ese sentido.

## Referencias

- Departamento Nacional de Planeación (1972). *Las Cuatro Estrategias*, Bogotá: Editorial Los Andes.
- Espinosa, A. (1970). *Memoria de Hacienda 1966-1970*, Bogotá: Talleres Gráficos Banco de la República.
- Financial Times. *Colombian Reform*, 18 de diciembre de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1946). *Initial Par Values Colombia*, 2 de diciembre de 1946.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1947). *Multiple Exchange Rates in Colombia*, 1947.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1947). *Taxes on Foreign Exchange Sales*, 1947.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1947). *The Foreign Exchange Position of Colombia*, diciembre de 1947.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *Colombia's Application for the use of Fund Resources*, 5 de mayo de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *Colombia's Proposal to Devalue its Currency*, 16 de diciembre de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *Colombian Consultation on its Plan to Change its Exchange Control and Multiple Currency Practices*, 10 de junio de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *Inter-American Economic Cooperation*, Pan American Conference, 5 de marzo de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *Recent Economic Development of Colombia*, 20 de abril de 1948.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *Reply on the Colombian Exchange Arrangements*, 14 de junio de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *Report of the Mission to Colombia*, 10 de agosto de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *Statement on Behalf of the Fondo Monetario Internacional [FMI]. to the Pan American Conference*, 9 de abril de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *The Financial Times*, “Colombian Reform”, 18 de diciembre de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *The Fund Mission to Colombia*, 28 de junio de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1949). *Cross Rates Exchange Certificates*, 1949.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1949). *Exchange and Monetary Situation of Colombia*, 2 de junio de 1949.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1949). *Financiamiento con bonos de defensa*, 1949.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1949). *Gold Production in Colombia*, 1949.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1949). *Initial Par Values, Conclusion*, 1949.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1949). *The Exchange System of Colombia*, marzo de 1947.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1950). *Colombia Exchange System*, 10 de julio de 1950.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1950). *Colombia Exchange System*, 13 de octubre de 1950.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1950). *Financial Situation of Colombia*, 10 de octubre de 1950.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1950). *Recent Developments in Colombia*, 27 de noviembre de 1950.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1951). *Colombia, Simplification of the Exchange Rate Structure*, 13 de febrero de 1951.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1951). *Colombia’s Proposal for Devaluing the Coffee Buying Rate of Exchange*, 27 de octubre de 1951.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1951). *Proposal for Exchange Reform in Colombia and Staff Recommendations*, 18 de marzo de 1951.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1951). *Report of Mission to Colombia*, 15 de mayo de 1951.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1952). *Consultations-Colombia*, 14 de julio de 1952.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1953). *Consultations-Colombia*, 30 de julio de 1953.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1954). *Consultations-Colombia*, 1 de septiembre de 1955.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1954). *Consultations-Colombia*, 17 de diciembre de 1954.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1954). *Elimination of the Prohibited Import List in Colombia*, 24 de febrero de 1954.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1954). *Exchange System-Colombia*, 1954.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1954). *Colombia's Proposal for the Temporary of the Progressive Devaluation of the Coffee Buying Rate*, 24 de febrero de 1954.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1955). *Colombia, Changes in the Exchange System*, 16 de diciembre de 1955.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1956). *A Review of Exchange and Credit Measures in Colombia*, 24 de abril de 1956.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1956). *Colombia: Report of Fund Mission*, 5 de junio de 1956.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1956). *Colombia's Proposed Modification of the Free Market*, 10 de diciembre de 1956.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1957). *Colombia, Stand-By Arrangement*, 19 de junio de 1957.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1957). *Consultations-Colombia*, 17 de junio de 1957.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1957). *Exchange System-Colombia*, 13 de junio de 1957.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1957). *Staff Report and Recommendations-1956 Consultations*, 13 de mayo de 1957.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1958). *1957 Consultations-Colombia*, 24 de marzo de 1958.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1958). *Colombia-Change in the Exchange System*, 21 de marzo de 1958.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1958). *Renewal of the Stand-By Agreement*, 24 de junio de 1958.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1959). *Consultations-Colombia*, 22 de octubre de 1959.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1959). *Colombia, Modification of the Exchange System*, 5 de marzo de 1959.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1960). *Request for a Revision of the Stand-By Arrangement*, 6 de mayo de 1960.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1960). *Staff Report and Recommendations: 1960 Consultations*, 21 de junio de 1960.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1961). *Colombia: 1961 Consultations*, 30 de junio de 1961.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1961). Colombia-Request for a Stand-By Arrangement and proposed Change in the Exchange System, 11 de diciembre de 1961.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1961). Staff Report and Recommendations: 1961 Consultations, 19 de junio de 1961.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1962). Colombia-Changes in the Exchange System, 28 de diciembre de 1962.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1962). Colombia-Suggested Exchange, Import, Fiscal and Monetary Measures, 19 de noviembre de 1962.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1963). Colombia-Consultations under Paragraph 4 of Stand-By Arrangement, 8 de mayo de 1963.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1963). Colombia-Exchange Reform and Request for a Stand-By Agreement, 2 de enero de 1963.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1963). Staff Report and Recommendations, Colombia-1963 Article XIV Consultation, 9 de julio de 1963.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1964). Colombia-Request for a Stand-By arrangement, 31 de enero de 1964.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1965). Colombia – 1965 Article XIV Consultations, SM/65/93, 26 de noviembre de 1965.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1965). Colombia-Exchange System, 25 de agosto de 1965.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1966). Colombia – Modification of the Exchange System, 1 de diciembre de 1966.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1966). Colombia-Changes in the Exchange System, 25 de agosto de 1966.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1966). Modification of Exchange System and Stand-By Arrangement, 15 de septiembre de 1966.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1967). Article XIV Consultation and Colombia-Staff Report and Proposed Decision: 1966 Article XIV Consultation Supplement, 10 de abril de 1967.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1967). Article XIV Consultation and Colombia-Staff Report and Proposed Decision, 1 de abril de 1968.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1967). Colombia-1966 Article XIV Consultation, 16 de marzo de 1967.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1967). Colombia-Request for a Stand-By Arrangement, 3 de abril de 1967.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1969). Background Material for the 1968 Article XIV Consultation, 2 de abril de 1969.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1970). Colombia-1969, Article XIV Consultation, 3 de abril de 1970.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1970). *Request for a Stand-By Arrangement*, 30 de marzo de 1970.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1971). *Colombia: Recent Economic Developments*, 12 de abril de 1972.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1971). *Colombia: Recent Economic Developments*, 7 de abril de 1971.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1971). *Colombia-Request for a Stand-By Agreement*, 23 marzo de 1971.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1971). *Meeting the Employment Problems*, 7 de enero de 1971.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1971). *Staff Report for the Article XIV Consultation*, 5 de abril de 1971.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1972). *Colombia-Request for a Stand-By Arrangement*, 17 de abril de 1972.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1972). *Colombia-Staff Report and Proposed Decision for the Article XIV Consultation*, 13 de abril de 1972.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1973). *Colombia-Recent Economic Developments*, 4 de mayo de 1973.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1973). *Staff Report and Proposed Decision for the 1972 Article XIV Consultation*, 27 de abril de 1973.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1973). *The Growth of Minor Exports and the Export Promotion System in Colombia*, 11 de enero de 1973.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1974). *Colombia: Staff Report and Proposed Decision for the 1974 Article XIV Consultation*, 9 de mayo de 1974.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1974). *Recent Economic Developments*, 14 de mayo de 1974.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1975). *Behavior of the Colombian Banking System*, 10 de octubre de 1975.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1975). *Colombia: Staff Report and Proposed Decision for the 1975 Article XIV Consultation*, 30 de mayo de 1975.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1975). *Colombia-Recent Economic Developments*, 6 de junio de 1975.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1975). *Colombia-Staff Report and Proposed Decision for the 1975 Article XIV Consultation*, 18 de julio de 1975.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1976). *Colombia-Recent Changes in the Exchange Rate System*, 13 de mayo de 1976.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1977). *Colombia-Recent Changes in the Exchange Rate System*, 11 de mayo de 1977.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1978). *Colombia, Recent Economic Developments*, 25 de enero de 1978.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1978). *Colombia-Staff Report for the Article XIV Consultation*, 11 de enero de 1978.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1978). *Recent Economic Developments*, enero de 1978.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1980). *Colombia-1979 Consultation*, 28 de febrero de 1980.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1980). *Colombia-Recent Economic Developments*, 10 de febrero de 1980.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1980). *Colombia-Staff Report for the 1979 Consultation*, 29 de enero de 1980.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1980). *Colombia-Staff Report for the Article IV Consultation*, 29 de enero de 1980.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1980). *Recent Economic Developments*, febrero de 1980.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1982). *Colombia: Recent Economic Developments*, 22 de febrero de 1982.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1982). *Staff Report for the 1981 for the Article IV Consultation*, 26 de enero de 1982.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1983). *Colombia: Recent Economic Developments*, 23 de junio de 1983.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1983). *Staff Report for the 1983 for the Article IV Consultation*, 24 de mayo de 1983.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1984). *Colombia: Recent Economic Developments*, 27 de septiembre de 1984.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1984). *Staff Report for the 1984 for the Article IV Consultation*, 18 de septiembre de 1984.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1985). *Colombia: Recent Economic Developments*, junio de 1985.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1985). *Colombia-Arrangement to Monitor Economic Program*, agosto de 1985.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1985). *Meetings of the GATT Committee on Balance of Payments Restrictions*, diciembre de 1985.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1985). *Staff Report for the 1985 for the Article IV Consultation*, junio de 1985.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1985). *The Chairman Summing Up at the Conclusion of the 1985 Article IV Consultation with Colombia*, agosto de 1985.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1985). *The Role of the Fund in Assisting Members with Commercial Banks and Official Creditors*, julio de 1985.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1986). *Colombia: Recent Economic Developments*, noviembre de 1986.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1987). *Colombia: Recent Economic Developments*, diciembre de 1987.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1987). *Staff Report for the 1987 for the Article IV Consultation*, noviembre de 1987.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1988). *Capital Mobility and Monetary Policy in Colombia*, agosto de 1988.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1988). *Colombia: Recent Economic Developments*, septiembre de 1988.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1988). *Staff Report for the 1988 for the Article IV Consultation*, agosto de 1988.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1988). *The Case for Earmarked Taxes, Theory and an Example*, febrero de 1988.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1989). *Colombia: Recent Economic Developments*, noviembre de 1989.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1989). *Staff Report for the 1989 for the Article IV Consultation*, noviembre de 1989.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1990). *Colombia: Staff Report for the Evaluation of Economic Policies in 1990 and the Medium Term in Line with the Provisions of Article IV*, junio de 1990.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1990). *Staff Report for the 1990 Article IV Consultation*, 28 de diciembre de 1990.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1990). *Statement by the Staff Representative of Colombia*, 11 de abril de 1990.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1991). *Colombia-Economic Adjustment and the Poor*, agosto de 1991.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1991). *Colombia-Recent Economic Developments*, 31 de enero de 1991.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1991). *Colombia-Staff Report for the Semi-Annual Discussions under the Provisions of Article IV*, 10 de octubre de 1991.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1991). *Output Fluctuations and Monetary Shocks: Evidence from Colombia*, marzo de 1991.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1992). *Colombia, Staff Report for the Semi-Annual Discussions under the Provisions of Article IV*, 11 de diciembre de 1992.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1992). *Colombia-Recent Economic Developments*, 15 de mayo de 1992.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1992). *Colombia-Staff Report for the 1992 Article IV Consultation*, 6 de mayo de 1992.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1993). *A Cautionary Note on the Use of Exchange Rate Indicators*, marzo de 1993.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1993). *Colombia-Recent Economic Developments*, 4 de agosto de 1993.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1993). *Colombia-Staff Report for the 1993 Article IV Consultation*, 30 de julio de 1993.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1993). *Recent Experiences with the Surges of Capital Flows*, 21 de mayo de 1993.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1994). *Colombia-Recent Economic Developments*, 30 de diciembre de 1994.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1994). *Colombia-Staff Report for the 1994 Article IV Consultation*, 21 de diciembre de 1994.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1994). *Financial Market Fragilities in Latin America, From Banking Crisis Resolution to Current Policy Challenges*, octubre de 1994.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1994). *Targeting the Real Exchange Rate: Theory and Evidence*, febrero de 1994.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1995). *A Survey of Economic Policies and Macroeconomic Performance of Chile and Colombia, 1970-1995*, diciembre de 1995.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1995). *Capital Account Convertibility: Review of Experience and Implications for Fund Policy*, 7 de julio de 1995.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1995). *Colombia-Staff Report for the 1995 Article IV Consultation*, 28 de diciembre de 1995.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1995). *Exchange Rate Bands and Shifts in the Stabilization Policy Regime: Issues Suggested by the Experience of Colombia*, abril de 1995.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1996). *Colombia-Recent Economic Developments*, 9 de enero de 1996.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1996). *Current Account Sustainability: Selected Asian and Latin American Experiences*, octubre de 1996.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1996). *Implications of a Surge of Capital Inflows: Available Tools and Consequences for the Conduct of Monetary Policy*, mayo de 1996.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1997). *Colombia-Recent Economic Developments*, 11 de julio de 1997.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1997). *Colombia-Recent Economic Developments*, 23 de mayo de 1997.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1998). *Colombia: Selected Issues and Statistical Appendix*, 6 de noviembre de 1998.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1998). *Colombia-Staff Report for the 1998 Consultation*, 30 de octubre de 1998.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1998). *Inflation, Uncertainty and Growth in Colombia*, noviembre de 1998.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1998). *Interest Spreads in Banking: Costs, Financial Taxation, Market Power and Loan Quality in the Colombian Case, 1974-1996*, agosto de 1998.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1999). *Colombia-Staff Report for the 1999 Article IV Consultation and Request for an Extended Agreement*, 6 de diciembre de 1999.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1999). *Colombia-Statistical Appendix*, 10 de diciembre de 1999.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1999). *Country Experiences with the Liberalization of Capital Controls*, 29 de agosto de 1999.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2000). *Colombia: First Review of the Extended Arrangement*, 24 de agosto de 2000.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2000). *Colombia: First Review of the Extended Arrangement*, 5 de septiembre de 2000.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2000). *President of Colombia Meets Acting Managing Director*, 11 de abril de 2000.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2000). *Statement by Mr. Portugal and Mr. Junguito on Colombia*, 7 de septiembre de 2000.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2001). *Bank Debit Taxes in Latin America: An Analysis of Recent Trends*, mayo de 2001.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2001). *Colombia-2001 Article IV Consultation and Second Review under the Extended Arrangement*. Staff Report, 14 de marzo de 2001.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2001). *Selected Issues and Statistical Appendix*, 20 de marzo de 2001.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2002). *Colombia-Third Review of the Extended Arrangement*. Staff Report, febrero de 2002.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2003). *Colombia-2002 Article IV Consultation and Request for a Stand-By Arrangement*. Staff Report, enero de 2003.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2004). *Colombia- Second Review under the Stand-By Arrangement*, enero de 2004.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2004). *Colombia-Third Review of the Stand-By Arrangement*, julio de 2004.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2005). *Colombia-2005 Article IV Consultation and Fourth Review under The Stand-By Arrangement*, mayo de 2005.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2005). *Colombia-Financial Stability Assessment Update*, agosto de 2005.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2005). *Colombia-First Review under the Stand-By Arrangement*, 4 de octubre de 2005.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2006). *Colombia-Second Review under the Stand-By Arrangement*, 24 de mayo de 2006.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2006). *Colombia-Staff Report for the 2006 Article IV Consultation and Third and Final Review under the Stand-By Arrangement*, 16 de octubre de 2006.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2006). *Financial System Stability Assessment-2005 Report*, 2006.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2007). *Colombia, Selected Issues*, 26 de diciembre de 2007.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2007). *Staff Report for the 2007 Article IV Consultation*, 21 de diciembre de 2007.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2007). *Statement of the Fondo Monetario Internacional [FMI]. Mission to Colombia*, 30 de mayo de 2007.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2007). *Statement of the Fondo Monetario Internacional [FMI]. Mission to Colombia*, 7 de noviembre de 2007.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2008). *Colombia: Selected Issues*, 19 de diciembre de 2008.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2008). *Is Central Bank Intervention Effective under Inflation Targeting Regimes? The Case of Colombia*, abril de 2008.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2008). *Staff Report for the 2008 Article IV Consultation*, 19 de diciembre de 2008.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2009). *Are Capital Controls Effective in the XXI Century? The Recent Experience of Colombia*, febrero de 2009.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2009). *Colombia: Arrangement under The Flexible Credit Line and Staff Report*, mayo de 2009.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2009). *Flexible Credit Line: Colombia Seeks \$10.4 Billion Credit Line from the FONDO MONETARIO INTERNACIONAL [FMI]*, 21 de abril de 2009.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2010). *Colombia: 2010 Article IV Consultation and Staff Report*, mayo de 2010.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2010). *Weathering the Global Storm: The Benefits of Monetary Policy Reform in the LA5 Countries*, diciembre de 2010.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2011). *Colombia-Arrangement under the Flexible Credit Line and Cancellation of the Current Arrangement; Staff Report*, julio de 2011.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2011). *Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Countries in the 2000's*, diciembre de 2011.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2012). *Review under the Flexible Credit Line*, abril de 2012.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2013). *Colombia- Arrangement under the Flexible Credit Line*, 7 de junio de 2013.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2013). *Colombia, Financial Stability Assessment*, 9 de enero de 2013.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2013). *Staff Report for the 2012 Article IV Consultation*, 8 de enero de 2013.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2014). *Colombia: 2014 Article IV Consultation and Staff Report*, mayo de 2014.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2014). *Selected Issues*, 5 de mayo de 2014.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2015). *Colombia: 2015 Article IV Consultation*, junio de 2015.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. *Publicaciones del Fondo Monetario Internacional 2010-2015*
- Garay, L. J. (1991). *Colombia y la crisis de la deuda*, Bogotá: Universidad Nacional de Colombia; Cinep.
- Junguito, R. (1985). *Memoria del ministro de Hacienda*, julio de 1984-septiembre de 1985.
- Junguito, R.; Pizano, D. (eds.) (1997). *Instituciones e instrumentos de la política cafetera en Colombia*, Bogotá: Fedesarrollo; Fondo Cultural Cafetero.
- Junguito, R.; Rincón, H. (2007). "Las finanzas públicas en el siglo XX", en Robinson y Urrutia (eds.), *Economía colombiana del siglo XX: un análisis cuantitativo*, Bogotá: Fondo de Cultura Económica; Banco de la República.
- Sanz, C. (1965). *Una época difícil*, Colección Aventura del Desarrollo 7, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Thorp, R.; Whitehead, L. (1986). *La crisis de la deuda de América Latina*, Bogotá: Siglo XXI Editores.

