

# **Capítulo 6**

## **Tensiones inesperadas y la caja de herramientas para la época de pandemia**

*Tres años de gobierno de Iván Duque Márquez  
(2018-hasta mayo de 2021)*



## MÁS MOVIDAS EN LA JUNTA

La independencia de la Junta Directiva frente al Gobierno ha sido un factor de enorme importancia para la credibilidad de las decisiones y de las medidas adoptadas por el Banco de la República.

Como se ha dicho a lo largo de este libro, la esencia de esta valorada independencia radica en el esquema de rotación de los codirectores que dispuso la Constitución de 1991 y reafirmó posteriormente la ley<sup>506</sup>. Esto significa que cada presidente de la República, en la mitad de su período de gobierno, puede cambiar solo a dos miembros de la Junta Directiva del Banco, limitándose así el poder del Ejecutivo de designar a la mayoría de los integrantes de la corporación. Más adelante veremos por qué esto no se ha cumplido a cabalidad, lo cual ha desvirtuado parcialmente la intención inicial. Por supuesto, los otros dos elementos que garantizan una alta independencia de la Junta residen en que el Banco cuenta con la financiación adecuada que brinda la administración de las reservas internacionales (Gráfico 12) y que su gerente general es nombrado por la misma Junta Directiva (en la mayoría de países lo nombra el presidente de la República, y en algunos de ellos debe ser ratificado por el Congreso).

El esquema de renovación de la Junta Directiva, incluido el período de los codirectores y el mecanismo de selección, tuvo amplio debate en el trámite del proyecto de reforma en la Asamblea Constituyente<sup>507</sup>. Pero la discusión no terminó allí. Luego, en la marcha del nuevo banco central, el tema ha sido recurrente en la controversia pública sobre la independencia del Emisor.

<sup>506</sup> El artículo 34 de la Ley 31 de 1992 señaló que los miembros de la Junta Directiva, distintos del gerente general, serían nombrados por el presidente de la República para períodos de cuatro años, que empezarían a contarse a partir de la fecha de designación de la primera Junta en propiedad (1993). Una vez vencido ese primer período (1997), el presidente de la República reemplazaría a dos codirectores dentro del primer mes de cada período; es decir, a mitad de cada gobierno. Los restantes miembros de Junta continuarán en desarrollo del artículo 372 de la Constitución. Ningún codirector puede permanecer más de tres períodos consecutivos, contados a partir de la vigencia de la Ley 31.

<sup>507</sup> En el capítulo sobre el trámite de la reforma del Banco de la República, al comienzo de este libro, se narró cómo en el proyecto inicial se propuso un mecanismo escalonado de rotación, con un período máximo de diez años. Sin embargo, esta idea fue modificada en la Comisión Quinta.

Kalmanovitz (1997), por ejemplo, consideraba conveniente que no todos los miembros de la Junta los nombrara el Gobierno y aconsejaba que los vencimientos de período fueran rotatorios para que el Jefe de Estado de turno no pudiera sacar a los que supusiera más inadecuados para su propósito.

Por su parte, la Misión Alesina (2001) sugirió nombrar a los codirectores por un número fijo de siete años e instituir un sistema alternado de nombramiento, de manera que ninguna administración tuviera la prerrogativa de designar una parte importante de la Junta (véase, Alesina, Carrasquilla y Steiner, 2002). Hoy un codirector puede estar en su cargo cuatro, ocho o doce años, según lo considere el presidente de turno.

Sobre estas propuestas, Antonio Hernández Gamarra comentó en su momento que, efectivamente, sería más conveniente la ampliación del período de los directores y que el mecanismo de selección hiciera que el término de los períodos individuales fuera independiente de la voluntad del poder Ejecutivo<sup>508</sup>.

Para el excodirector, el hecho de que un presidente pueda cambiar a solo dos miembros de Junta resultó una buena idea. El problema radica en que los cinco primeros codirectores (los designados por el presidente César Gaviria en 1991) fueron nombrados por cuatro años. Según Hernández Gamarra: “Esto llevó a que los siguientes mandatarios terminaran ejerciendo, de alguna manera, una mayor influencia, pues en realidad escogen a los dos que salen y, por ello mismo, a los tres que se quedan”.

El asunto tiende a complicarse cuando se dan circunstancias excepcionales que no fueron contempladas en el diseño original en la Constituyente. La renuncia voluntaria de un codirector, antes de terminar su período de cuatro años, y la reelección presidencial, ocurrida en dos ocasiones a lo largo de estos treinta años (esta figura no hacía parte del ordenamiento constitucional al momento de la reforma), alteraron el propósito de que el Ejecutivo solo interviniera en el nombramiento de dos codirectores.

La verdad es que en ningún gobierno se ha cumplido la voluntad de los constituyentes<sup>509</sup>. En la administración Gaviria, por ser el punto de partida de la Junta Directiva independiente, el presidente nombró al equipo completo. En los dos siguientes gobiernos, Samper y Pastrana, ante la renuncia de dos integrantes de Junta, ambas administraciones designaron tres codirectores. Posteriormente, en los períodos de reelección, Uribe y Santos, por obvias razones, sus mandatos terminaron designando a la mayoría de los miembros de Junta. Finalmente, en el período del presidente Iván Duque, por tres renunciaciones inesperadas el gobierno terminó interviniendo en más ocasiones.

<sup>508</sup> En el foro sobre las propuestas de la Misión Alesina (2001).

<sup>509</sup> En la administración Gaviria, por ser el punto de partida de la reforma, el presidente nombró al equipo completo. En los dos siguientes gobiernos, Samper y Pastrana, ante la renuncia de dos integrantes de Junta, ambas administraciones designaron tres codirectores. Posteriormente, en los períodos de reelección, Uribe y Santos, por obvias razones, sus mandatos terminaron designando a la mayoría de los miembros de Junta.

El 11 de julio de 2018, pocas semanas después de ganar la Presidencia<sup>510</sup>, y siguiendo la costumbre de los últimos gobiernos de darle prioridad a la cartera de Hacienda, Iván Duque informó que Alberto Carrasquilla comandaría su equipo económico. La noticia no sorprendió, pues había sido director programático de la campaña y el encargado de realizar el empalme con el equipo saliente.

Duque hizo el anuncio al término de una reunión con la Junta Directiva del Banco, en la sede de la institución, una casa que le era muy familiar a su ministro de Hacienda. Carrasquilla había sido gerente técnico de la entidad (1993-1997) y ahora repetiría cartera, pues ocupó este mismo cargo en el gobierno de Álvaro Uribe Vélez entre 2003 y 2007.

En este segundo período como presidente de la Junta del Emisor, Carrasquilla se encontraría con un equipo que le era conocido. Había trabajado con algunos de ellos en el mismo banco o en el Ministerio de Hacienda. El grado de entendimiento mutuo facilitaría la coordinación, que se busca entre el Gobierno y el Banco, para las decisiones de política.

Lo anecdótico de la historia fue su reencuentro con Juan José Echavarría. En 2003 habían llegado, casi al mismo tiempo, a la Junta Directiva del Banco, este último como codirector y Carrasquilla como ministro de Hacienda del gobierno Uribe. Pasado el tiempo, en 2016, ambos por fuera del Banco, se enfrentaron en la elección del gerente general que reemplazaría a José Darío Uribe, proceso que favoreció a Echavarría. Ahora, estarían frente a frente, gerente y presidente de la Junta. La relación no sería fácil<sup>511</sup>.

El asunto es que, cuando comenzó el cuatrienio del gobierno del Centro Democrático, la Junta Directiva del Banco de la República estaba integrada por Ana Fernanda Maiguashca, Gerardo Hernández, José Antonio Ocampo, Carolina Soto y Juan Pablo Zárate. Los cuatro primeros nombrados por Juan Manuel Santos y el último (Zárate) por Álvaro Uribe.

Como se observa, por cuenta de la reelección presidencial, al terminar el cuatrienio 2014-2018, la mayoría de la Junta era “santista” en lo que se refiere al nominador de los directores.

Pero, a partir del nuevo gobierno, sin reelección, las cosas volverían a su curso normal.

A comienzos de 2021 el presidente Iván Duque haría los dos cambios de ley, como era el sentir de la reforma de 1991; sin embargo, en septiembre de 2019 ocurrió un hecho inusual y sorpresivo.

El ministro Carrasquilla anunció que el codirector Juan Pablo Zárate sería su nuevo viceministro. La noticia sorprendió por varias razones. Para empezar, no había

<sup>510</sup> El 17 de junio de 2018, Iván Duque fue elegido presidente de Colombia para el período constitucional 2018-2022. El 11 de julio anunció quién sería su ministro de Hacienda.

<sup>511</sup> Cuatro años más tarde, en 2020, Carrasquilla y Echavarría se vieron expuestos en un controvertido episodio, con impacto mediático, por el tema de la Gerencia General para el período 2021-2025.

antecedente de que un miembro de la Junta Directiva del Emisor pasara al Ejecutivo. Lo usual ha sido que la puerta giratoria sea a la inversa; es decir, que funcionarios del gobierno, principalmente viceministros de Hacienda, lleguen a integrar la Junta Directiva.

Por otro lado, la renuncia repentina de un codirector antes de terminar el período para el cual fue elegido causa malestar entre sus colegas de Junta. Además de sentir la pérdida de uno de los grandes macroeconomistas, se abrió el espacio para que el gobierno nombrara un codirector más, fuera de los dos que le correspondían. A Zárate le faltaba año y medio para completar la máxima permanencia en el cargo, establecida en doce años; es decir, cuando llegara la fecha de la rotación correspondiente al gobierno Duque, que era pronto, este era el codirector fijo para salir. Así había ocurrido en el pasado.

Un sector de la tecnocracia cuestionó duramente la movida y la interpretó con suspicacia. El exdirector Salomón Kalmanovitz, con su crítica ácida, escribió en su columna de *El Espectador* que el enroque que hizo el ministro Carrasquilla al llevarse a Juan Pablo Zárate de la Junta Directiva del Banco de la República al Viceministerio Técnico de Hacienda hacía prever que sería su sucesor cuando se cansara del cargo y pasara él a la gerencia del emisor (Kalmanovitz, 2019). Sobre el tema también trinoó el exministro Hommes el 12 de septiembre de 2019: “Me inquieta el ajedrez que están jugando con los nombramientos en el Banco de la República, que intuyo que es en contra del gerente, pero me parece bien el nombramiento de Roberto Steiner, que cumple con todos los requisitos”.

Como vimos, con el fin de evitar posibles conflictos de interés, el Constituyente consideró inconveniente en 1991 que un miembro de la Junta Directiva pasase al Gobierno. En caso de renunciar no podría ser ministro, ni director del DNP, o de otros departamentos administrativos, ni siquiera embajador. Nunca se contempló la posibilidad de que un codirector pasara a ser viceministro.

Zárate desestimó las preocupaciones de quienes afirmaron que esta movida pondría en riesgo la independencia del banco central. “Lo que ancla la institucionalidad y la independencia es la seriedad de las personas y del Banco. Yo de verdad no creo que la gente que llega a la Junta sienta que le debe el puesto a alguien. Fui codirector del gobierno de Uribe, y no hablé una sola vez con él desde que me nombró”, afirmó en entrevista para este libro. Agregó que no veía en su retiro más que una decisión personal por un ciclo cumplido. “Me faltaba un año y medio, no tenía opción de ser reelegido”, dijo.

Rápidamente se conoció quién sería su sucesor. El gobierno anunció que el llamado a ocupar la silla que dejaba Zárate sería Roberto Steiner, reconocido economista, muy cercano al ministro Carrasquilla.

El nombramiento de Steiner tranquilizó a los preocupados tecnócratas. Economista bogotano por la Universidad de los Andes, con estudios doctorales en la Universidad de Columbia en Nueva York, Steiner fue director ejecutivo de Fedesarrollo y director

ejecutivo alterno del FMI, entre otros cargos en el BID, la CAF y la Cepal. En el Banco de la República ocupó el cargo de director del Departamento de Investigaciones Económicas, en el año 1989.

Por su trayectoria y conocimiento del Banco, en el pasado su nombre solía barajarse cuando se aproximaba la hora de una nueva rotación o se producía una vacante por la renuncia de algún codirector. Sin embargo, Steiner sostiene que nunca buscó este cargo. Desde 1993, cuando dejó el Banco, después de haber trabajado allí de manera estrecha con Francisco Ortega, sobre quien ha escrito en muchas oportunidades, no había vuelto a la institución.

Por eso, como él mismo lo señala, “no se tiró de cabeza” cuando su gran amigo, el ministro Alberto Carrasquilla, le propuso ir a la Junta para ocupar la vacante que dejaba Juan Pablo Zárate. Aceptar el cargo significaba un cambio radical en su vida profesional y familiar, pero, después de reflexionarlo con su familia, dio el sí. “Yo me he preparado toda la vida para un cargo como este. Además, era volver a una institución que está en mi corazón”. Cuentan que también Juan Carlos Echeverry, cuando era ministro de Hacienda, le ofreció a Steiner venir a la Junta del Banco, pero no aceptó.

Sobre los comentarios suspicaces que surgieron por la movida en la Junta, afirmó que todo el mundo reconoce en él una persona con un carácter fuerte e independiente. “Cuando vinieron esas críticas de que el ministro de Hacienda se estaba tomando el Banco de la República y poniendo a sus amigos, el propio presidente salió a decir que «más independiente que Roberto Steiner no hay». Yo siempre he sido así y la gente que me conoce lo sabe. Hay gente que piensa que soy demasiado independiente”<sup>512</sup>.

Pero la renuncia de Zárate y su paso al gobierno no sería la última sorpresa de aquel 2019. En el piso sexto, donde tiene asiento el grupo de codirectores, crecía la tensión por un rumor que tomaba fuerza. Otro codirector se alistaba a dejar el cargo.

La información se confirmó el 18 de diciembre cuando el economista José Antonio Ocampo renunció, luego de dos años y diez meses como miembro de Junta<sup>513</sup>.

En su breve carta señaló que razones personales lo llevaban a tomar esta decisión antes de terminar su período. Para este libro, afirmó que tenía que renovar su visa de residente en los Estados Unidos para poder continuar siendo profesor en la Universidad de Columbia. “Yo le dije a la Universidad que volvía en enero para comenzar semestre. Esa es la razón”.

El 27 de diciembre de 2019 el presidente Iván Duque anunció desde su cuenta de Twitter la designación de Arturo José Galindo Andrade como nuevo codirector del Banco de la República, en reemplazo de José Antonio Ocampo.

<sup>512</sup> En entrevista para este libro; septiembre de 2020.

<sup>513</sup> Fue designado por el presidente Santos en 2017, luego de haber aspirado a la Gerencia General en la elección de 2016.

Economista por la Universidad de los Andes y PhD en Economía por la Universidad de Illinois Urbana-Champaign, llegaba del BID, donde ocupó los cargos de economista jefe para la Región Andina y jefe de las divisiones de Planificación Estratégica y de Efectividad en el Desarrollo.

En el comienzo de su carrera profesional en el Banco de la República, cuando se desempeñó como investigador júnior de la Subgerencia de Estudios Económicos (1993-1995), Galindo trabajó bajo el mando de Carrasquilla.

Con este nombramiento, nuevamente un sector de la tecnocracia alertó por el riesgo de la independencia de la Junta. La preocupación radicaba en que, claramente, el gobierno Duque, con los dos nombramientos que haría en 2019, habría puesto cuatro de los cinco directores de dedicación exclusiva, lo que, sumado al ministro de Hacienda, daría en teoría un balance a favor del Ejecutivo. Esto, por supuesto, desató una ola de críticas.

Realmente, se anticipaba una situación similar a la que se vivió con ocasión de la reelección presidencial de Uribe y Santos, quienes tuvieron mayoría en la Junta del Banco en los segundos mandatos, aunque, a decir verdad, la independencia no se afectó.

Según Sergio Clavijo (2020), abolida la reelección, las renunciaciones prematuras de los codirectores podrían dar lugar a una toma ‘de facto’ de mayorías en el banco central. Pero, también resaltó, que, por fortuna, hasta la fecha todos los gobiernos han dado muestra de madurez tecnocrática y gracias a la institucionalidad, el Banco de la República ha cumplido con sus mandatos de control de la inflación.

A este período tan movido en la composición de la Junta le faltaba otra sorpresa. A finales de 2020, Arturo Galindo, el codirector con menos tiempo en el cargo, hizo saber que tendría que renunciar por motivos familiares. Especulaciones fueron y vinieron sobre si su retiro coincidiría con los dos cambios que haría el presidente Duque a comienzos de 2021. De no ser así, el gobierno designaría a tres miembros más.

Pues bien, el 3 de febrero de 2021 terminó la expectativa por los cambios que haría el presidente Duque. El gobierno anunció que se unirían a la Junta los economistas Bibiana Taboada Arango y Mauricio Villamizar para reemplazar a los codirectores Ana Fernanda Maiguashca, quien completó ocho años en el cargo, y a Gerardo Hernández, quien estuvo cuatro años. Ambos habían sido nombrados por el presidente Santos.

“Llega una nueva generación de codirectores, pero con una vasta experiencia académica y profesional en temas económicos para trabajar en la independencia de la institución y en seguir desarrollando políticas efectivas de control de la inflación”, dijo el presidente Duque al hacer el anuncio.

Taboada es economista por la Universidad de los Andes y magíster en Economía del mismo centro educativo. Igualmente, es magíster en Administración Pública en Desarrollo Internacional de la Escuela Kennedy de Gobierno.

Ocupó el cargo de subdirectora general para la Superación de la Pobreza, en el Departamento para la Prosperidad Social; fue consultora del BID en la Oficina de Planificación



Estratégica y Efectividad en el Desarrollo, y del Banco Mundial en el sector de Educación para América Latina y el Caribe, donde coordinó proyectos para el sector educativo en Colombia.

Por su parte, Mauricio Villamizar, economista por la Universidad de los Andes con doctorado y maestría en economía de la Universidad de Georgetown, llegó del propio Banco de la República (inició su carrera como estudiante en práctica en 2004), donde se desempeñaba desde 2018 como subgerente de Estudios Económicos.

Desde 2014 se incorporó como investigador júnior y más adelante trabajó como investigador en la Unidad de Investigaciones de la Subgerencia de Estudios Económicos.

Como hecho anecdótico, cabe mencionar que Villamizar estuvo a punto de llegar a la Junta Directiva del Emisor cuando se buscó el sucesor de José Antonio Ocampo, en diciembre de 2019. Aunque todo estaba listo para que se convirtiera en codirector en aquella ocasión, el presidente Duque pospuso el nombramiento hasta la rotación de comienzos de 2021. Como ya se indicó, en aquel momento, el llamado a ocupar la silla en la corporación fue Arturo Galindo.

Claramente, el presidente Duque no utilizó el cupo dejado por el codirector Galindo en el momento de hacer la rotación de los dos integrantes que le correspondía por ley. Prefirió retirar a los dos codirectores nombrados por Santos y designar un integrante más para ocupar la vacante dejada por Galindo.

Con la designación de Bibiana Taboada se mantuvo la cuota femenina que traía la Junta Directiva, pero también esta quedó integrada, en su mayoría, por miembros designados por el gobierno Duque: cuatro de los cinco codirectores de dedicación exclusiva.

El 12 de febrero de 2021 el presidente Duque anunció en su cuenta de Twitter que Jaime Jaramillo Vallejo, PhD en economía por la Universidad de Boston, con cuarenta años de experiencia en instituciones como el FMI, el BM y el Banco Asiático de Desarrollo, sería el nuevo codirector del Banco para reemplazar a Arturo Galindo. El nuevo codirector también ha sido decano de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Javeriana.

\* \* \*

Ahora bien, otro evento singular en la rotación de la Junta Directiva fue la elección del gerente general del Banco, al terminar la segunda década del presente siglo. En enero de 2021 Juan José Echavarría cumpliría sus primeros cuatro años en el cargo y podría ser reelegido para dos períodos más. En diciembre de 2020 la Junta Directiva se reuniría para proceder al nombramiento.

La realidad es que, en esta ocasión, el proceso de elección del gerente se desarrolló en un ambiente de gran tensión. Para empezar, mientras transcurría el año de la pandemia, se esperaba un fallo de la Corte Constitucional sobre el límite de edad que rige para los altos funcionarios del Banco de la República, y en particular para el gerente.

Aunque el banco central cuenta con régimen especial, la expectativa por la decisión alimentó versiones sobre la posible inhabilidad de Juan José Echavarría para continuar en el cargo. En diciembre de 2021 el directivo cumpliría 70 años, edad tope para los funcionarios públicos; es decir, el fallo sería determinante para saber quién estaría en la Gerencia del Banco a partir de enero de 2021, cuando comenzaría un nuevo período de cuatro años para este cargo.

Los duros críticos del gobierno insinuaron presiones desde la Casa de Nariño sobre la alta corte para frenar la candidatura de Echavarría, unido a las versiones sobre el interés del ministro de Hacienda, Alberto Carrasquilla, en participar en la mencionada elección de gerente general. Ello desató una fuerte controversia en el país.

El exministro Rodrigo Botero, reconocido como el decano de la tecnocracia en Colombia, escribió en su columna en el diario *La República* lo siguiente: “La independencia del Banco de la República empieza a adquirir relevancia como tema de controversia pública. Esta controversia es inoportuna e inconveniente. El origen de la controversia es el temor que se ha abierto camino de que existe la intención de desplazar al Gerente del Banco, quien no goza de las simpatías de los dirigentes del partido de gobierno” (Botero, 2020). También, mencionaba Botero que el gobierno disponía de una fórmula sencilla para despejar esa incertidumbre, consistente en un breve comunicado de la Casa de Nariño que incluiría las siguientes frases: la independencia del Banco de la República es parte integral del ordenamiento institucional del país; y el gobierno respalda la confirmación en el cargo del actual gerente para el período 2021-2025.

El 30 de septiembre de 2020 la Corte Constitucional anunció su fallo, por unanimidad, estableciendo que la edad de retiro forzoso para funcionarios públicos no aplica para los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República<sup>514</sup>. Así las cosas, Juan José Echavarría podría aspirar a ser reelegido, lo que puso el foco de atención en la posibilidad de que se enfrentara en la contienda con el ministro Carrasquilla.

Si bien el diseño institucional para la elección de gerente general no limitó la participación del ministro de Hacienda de turno, en varias ocasiones, en el pasado, este giro se vio inconveniente para la independencia del Banco. Incluso, como se relató en capítulos anteriores, tiempo atrás el propio Carrasquilla se había mostrado partidario de que el

<sup>514</sup> El comunicado de la Corte Constitucional señaló lo siguiente:

Con ponencia del magistrado Antonio José Lizarazo, la Sala Plena, declaró ajustado a la Constitución el artículo 1 de la Ley 1821 de 2016, en el entendido de que la edad máxima para el retiro forzoso del cargo público no se aplicará a los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República... “La excepción de los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República a la edad de retiro forzoso responde a la voluntad del constituyente primario que incorporó en el ordenamiento constitucional colombiano, la figura de banca central independiente de las ramas del poder público, con autonomía patrimonial, técnica y administrativa y un régimen legal propio”, Bogotá, 30 de septiembre de 2020.

ministro de Hacienda no participara en la contienda por la gerencia con el fin de no afectar negativamente la independencia de la entidad.

Sin embargo, sorpresivamente, en la sesión del 30 de octubre el gerente Echavarría le informó a la Junta Directiva su intención de retirarse del cargo una vez completara el período de cuatro años para el cual fue designado en 2016. “Como es sabido, la normatividad actual prevé la posibilidad de que el Gerente presente su nombre para optar por la reelección hasta por dos periodos adicionales. No obstante, razones de índole familiar que se anteponen a cualquier otra consideración [relacionados con la salud de su esposa] llevaron a Echavarría a declinar esa aspiración”, dijo el comunicado de prensa donde se anunció la decisión.

La noticia causó revuelo. Por primera vez desde la reforma constitucional un gerente no aspiraría a la reelección. Los dos anteriores, Miguel Urrutia y José Darío Uribe, permanecieron en el cargo doce años, el máximo tiempo que les permitió la ley.

Tras comunicarle a la Junta Directiva su decisión de retirarse una vez terminara el período para el que fue designado, la corporación emitió un comunicado agradeciendo y resaltando su gestión. “La modernización del Banco y su oportuna respuesta frente al COVID-19 es reconocida nacional e internacionalmente. El Banco siempre será su casa”.

Lo cierto es que pocas elecciones han sido tan controversiales como la del gerente para el período 2021-2025. La tecnocracia y columnistas en medios de comunicación cerraron fila ante la posibilidad de la llegada del ministro de Hacienda en ejercicio al cargo, algo que sería una circunstancia inédita.

A medida que se acercaba el momento de la escogencia de gerente por parte de la Junta Directiva, se calentaba el ambiente externo, en especial de quienes no veían conveniente dar este salto.

El exministro de Hacienda Juan Camilo Restrepo escribió lo siguiente:

Se dirá que la Constitución no prohíbe expresamente que el ministro de Hacienda en ejercicio sea nombrado gerente del banco. Y es cierto: no lo prohíbe expresamente. Pero tácitamente sí lo prohíbe cuando se leen en contexto todas las normas del capítulo de la Constitución dedicado al Banco Central. Y a menudo las prohibiciones tácitas son tanto o más importantes que las explícitas<sup>515</sup>.

A pocas horas de conocerse la elección de gerente general, el diario *El Espectador* (2020, 8 de diciembre), en un editorial, tituló “¿Y la independencia del Banco de la República?”, en el que alertó sobre la decisión que en breve tomaría la Junta Directiva. En uno de sus apartes señaló:

<sup>515</sup> Columna publicada en el portal informativo *Primera Página*, 8 de diciembre de 2020.

Nombrar a Carrasquilla como gerente del Banco es, en la práctica, decir que el Emisor está completamente alineado con el Gobierno. No importa que el ministro cuente con todas las credenciales técnicas (que las posee), la trayectoria profesional y la experiencia para ocupar el cargo. Su gerencia estará marcada por el hecho de que saltó desde el Ministerio de Hacienda del actual Gobierno. ¿Cómo puede hablarse de autonomía cuando hay una relación clara? ¿Con qué seriedad se dice que el Banco de la República es independiente cuando lo dirigirá un ministro del actual presidente?

Debe tenerse en cuenta, además, que la situación fiscal del país se había deteriorado marcadamente durante la pandemia y que se había anulado transitoriamente la regla fiscal. Por otra parte, el expresidente Uribe y otros miembros del Centro Democrático estaban solicitando un crédito del banco central al gobierno.

Otros analistas expresaron una posición contraria, señalando que la independencia del Banco de la República no está determinada por la función pública anterior o el pasado laboral de los miembros de su Junta Directiva, cualquiera que sea. Para el exministro de Hacienda, Óscar Iván Zuluaga, más allá de los nombramientos que pueda hacer el Gobierno, al final la elección del gerente la realiza es la Junta Directiva. Ante la posible llegada de Carrasquilla consideró que no había impedimento alguno, pero además agregó que el Emisor se ha caracterizado por ser una entidad con independencia y autonomía. “Una persona que ha sido Ministro de Hacienda tiene pleno conocimiento, porque participa en la Junta del Banco, luego tendría todas las posibilidades. Me parece que, si la Junta lo ve viable, el hecho de que una persona haya sido ministro es una ventaja” (en *La República*, 2020, 13 de enero).

Finalmente, el 10 de diciembre del año 2020 la Junta Directiva eligió entre la terna final que estuvo integrada por Natalia Salazar, Alberto Carrasquilla y Leonardo Villar. La votación favoreció a este último.

Villar<sup>516</sup> se convirtió así en el tercer codirector en llegar a ser gerente general, después de Miguel Urrutia y Juan José Echavarría. Al momento de su designación se desempeñaba como director ejecutivo de la silla que representa en el Directorio del FMI a Colombia y a otros siete países (España, México, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Venezuela). Ese cargo le correspondió por primera vez a Colombia, y Villar lo ocupó hasta comenzar noviembre de 2020, cuando iniciaba el turno para España. Entre noviembre y diciembre de 2020 siguió como representante de Colombia en calidad de director alterno de esa misma silla.

<sup>516</sup> Es economista por la Universidad de los Andes, con maestría en Economía de la misma Universidad. Además, cursó estudios de doctorado en Economía en la London School of Economics. Fue director ejecutivo de Fedesarrollo, y economista jefe y vicepresidente de Estrategias de Desarrollo y Políticas Públicas de la CAF. También, se desempeñó como viceministro técnico del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, y como consultor individual del BID. Entre 1997 y 2009 Leonardo Villar Gómez fue miembro de la Junta Directiva del Banco de la República.

En síntesis, fue esta una profunda renovación de la Junta Directiva. Carolina Soto, nombrada en 2018, pasó a ser la codirectora con mayor antigüedad en el cargo, lo que muestra que en esta ocasión la autoridad monetaria fue renovada en casi su totalidad.

Y, a pesar de tantos avatares, la Junta Directiva del Banco de la República ha demostrado, en sus treinta años de historia, independencia y carácter para la toma de decisiones.

## LA COMPRA DE DÓLARES Y LA VENTA DE ORO

El 28 de septiembre de 2018, cuando no había ni presagios de una pandemia, la Junta Directiva del Banco de la República anunció que pondría en marcha un programa de acumulación gradual de reservas internacionales<sup>517</sup>, sin determinar cuánto duraría la operación, ni cuál sería el monto de divisas a adquirir.

La idea se venía estudiando desde meses atrás, con el propósito de tener un seguro mayor para la economía, ante el escenario internacional que ya se vislumbraba de inestabilidad de los flujos de capital.

Pero había otro argumento en paralelo que reforzaba la propuesta del equipo técnico del Banco, que respaldaban algunos codirectores: el país se debía preparar para la terminación o reducción de la LCF con el FMI<sup>518</sup>. Ya en las revisiones periódicas a este programa, el organismo multilateral preguntaba por la estrategia que tenía Colombia para salir de este apoyo. Claramente la señal más indicada era empezar a acumular reservas internacionales. Con diferentes metodologías se venía evaluando cuál debería ser el nivel óptimo de reservas que sirviera para proteger a la economía ante choques externos.

La puesta en marcha del programa tardó en tomarse, pues no había consenso pleno entre los miembros de la Junta Directiva. Para algunos codirectores lo más complejo era cómo explicarles a los mercados que en efecto se quería acumular reservas, en lugar de buscar un nivel más alto de la tasa de cambio.

José Antonio Ocampo<sup>519</sup> fue uno de los codirectores más insistente sobre la conveniencia de acumular reservas internacionales, incluso, para no depender de la LCF que se encontraba vigente hasta 2020<sup>520</sup>. “La única defensa que tienen los países en

<sup>517</sup> Según la Constitución Política y el artículo 14 de la Ley 31 de 1992, el Banco de la República es la entidad encargada de administrar las reservas internacionales del país. La institución debe manejar las reservas bajo los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad.

<sup>518</sup> Como se ha dicho en capítulos anteriores, desde 2009 Colombia cuenta con una LCF otorgada por el FMI. Esta fue renovada en seis ocasiones (2010, 2011, 2013, 2015, 2016 y 2018).

<sup>519</sup> El codirector Ocampo era partidario también de tener menos o eliminar por completo la inversión en oro dentro del portafolio de reservas internacionales, asunto que luego sería polémico y del que se hablará aparte.

<sup>520</sup> El 25 de mayo de 2018 el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó un nuevo acuerdo en favor de Colombia, dentro del marco de la LCF, por el 384 % de la cuota que tiene el país en este organismo. Este porcentaje corresponde a 7.848 millones de DEG, lo que equivalía, en su fecha de aprobación, a aproximadamente USD 11.400 millones. Esta nueva línea reemplaza la que fue aprobada en 2016 por el 400 % de la cuota, y que vencía en junio de 2018. En todos los casos Colombia ha informado que solicita la línea con carácter precautorio.

desarrollo es tener más reservas internacionales. Yo lo llamo un autoseguro y creo que tuve toda la razón”, comentó después de renunciar a la codirección del Banco<sup>521</sup>.

Lo cierto es que en la última sesión de Junta Directiva en el gobierno de Juan Manuel Santos el programa de acumulación de reservas se discutió ampliamente y contaba con el apoyo del ministro de Hacienda de entonces, Mauricio Cárdenas. Sin embargo, los codirectores prefirieron esperar la llegada de la nueva administración de Iván Duque, para que esta participara en la toma de la importante decisión con el ministro de Hacienda de turno, que sería Alberto Carrasquilla.

Y efectivamente así sucedió. En la primera reunión de Junta Directiva, bajo la presidencia del nuevo ministro de Hacienda, se discutió el programa, el cual fue aprobado sin problemas.

Tras la Junta Directiva del viernes 28 de septiembre de 2018 se expidió un comunicado de prensa que señaló lo siguiente:

Con el propósito de prepararse ante una posible reducción de la Línea de Crédito Flexible (LCF) del FMI en el año 2020, la JDBR decidió en su sesión del día de hoy iniciar un programa para acumular gradualmente reservas internacionales. El mecanismo que se empleará para adquirir las reservas será el de subastas de opciones “put”, que solo se podrán ejercer cuando la TRM esté por debajo de su promedio reciente (promedio de los últimos 20 días hábiles). Con ello se previene que se realicen compras en períodos de presión al alza de la tasa de cambio. Este mecanismo ha sido utilizado en el pasado por el Banco de la República con propósitos similares.

La Junta Directiva quiso precisar que el programa no perseguía ningún objetivo de tipo de cambio, ni interfería con la postura de política monetaria. La primera subasta se convocó para el primero de octubre de 2018, con un cupo de USD 400 millones.

La decisión de cuál sería el momento oportuno para comenzar a comprar divisas en el mercado siempre fue un tema de preocupación dentro de la Junta. Se quería comprar reservas, pero la volatilidad internacional era alta, con incidentes negativos importantes en países como Turquía y Argentina. Cuando se anunció el programa, los mercados estaban en relativa calma y el escenario de tasa de cambio parecía óptimo para empezar las compras.

Sin embargo, la crisis en Turquía<sup>522</sup> se agravó y la posibilidad de que sus problemas financieros pudieran expandirse a otros países incrementó los riesgos sobre los mercados emergentes y el temor por el éxodo de inversionistas extranjeros. Además, Argentina

<sup>521</sup> En entrevista para este libro; junio de 2020.

<sup>522</sup> La lira turca cayó en picada, con graves consecuencias para la economía de este país, pero también para Europa, región expuesta a través de varios bancos.

entró en una fuerte crisis cambiaria, y todas las monedas latinoamericanas estuvieron bajo presión. En Colombia la tasa de cambio se devaluó, superando los COP 3.000 por dólar.

Aunque era claro que el repunte de la divisa colombiana tenía que ver con la incertidumbre internacional, algunos lo atribuyeron al programa de acumulación de reservas internacionales. O por lo menos señalaron que las compras del Banco de la República estaban exacerbando la devaluación. En mayo de 2019 el peso colombiano se situaba como una de las monedas más devaluadas.

En medio de algunas críticas y preocupaciones de analistas, el programa de acumulación de reservas se extendió hasta el 31 de mayo de 2019, cuando la Junta Directiva decidió suspenderlo con el fin de evaluar su incidencia en el comportamiento del mercado cambiario<sup>523</sup>.

El equipo técnico del Banco, con Hernando Vargas a la cabeza, inició un análisis del impacto del programa en la tasa de cambio que mostró que no había evidencia de que se estuviera afectando. La volatilidad que mostró la divisa en los últimos meses de 2018 no estuvo asociada con la estrategia de acumulación de reservas internacionales<sup>524</sup>.

Pese a ello, el 31 octubre de 2019 la Junta Directiva anunció que terminaba el período de compra de divisas en el mercado. La decisión no fue unánime. La suspensión del programa tuvo un solo voto negativo y fue el del codirector José Antonio Ocampo. En un comunicado se señaló lo siguiente:

La Junta decidió terminar el programa de acumulación de reservas anunciado en septiembre de 2018. Se considera que el nivel actual de reservas internacionales y el resultado esperado de la renegociación de la Línea de Crédito Flexible cubrirán de manera suficiente las potenciales necesidades de liquidez externa de Colombia.

Durante los ocho meses del programa (octubre de 2018 a mayo de 2019) se lograron acumular USD 1.878 millones, llegando a un total de reservas internacionales netas de USD 52.434 millones a junio de 2019, las que se complementaban con la LCF con el

<sup>523</sup> En la sesión del 31 de mayo de 2019 la Junta Directiva del Banco de la República decidió suspender el programa de acumulación de reservas internacionales iniciado en septiembre de 2018, con el fin de evaluar la incidencia de dicho programa en el comportamiento del mercado cambiario en la coyuntura reciente.

<sup>524</sup> En febrero de 2019 el gerente general, Juan José Echavarría, señaló que el Banco de la República seguía comprando reservas internacionales. “Hemos acumulado más de 2.000 millones de dólares y vamos a seguir haciéndolo hasta cuando el mercado lo permita, cuando los dólares no nos cuesten muchos pesos compraremos dólares”. Declaraciones al terminar la sesión de Junta Directiva el 22 de febrero.



FMI, la cual se renovó el 25 de mayo de 2018 y fue reafirmada el 20 de mayo de 2019, por un monto aproximado de USD 11.400 millones a un plazo de dos años<sup>525</sup>.

En el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, en julio de 2019, la Junta Directiva señaló que, teniendo en cuenta que el gobierno planeaba realizar algunas monetizaciones de dólares en su programación financiera de 2019, el Banco de la República le compró USD 1.000 millones a la Dirección de Crédito Público el 1 de febrero de 2019 a la tasa representativa del mercado vigente de ese día. Así, en total se acumularon reservas por USD 2.878,4 millones desde septiembre de 2018.

El FMI destacó lo hecho por Colombia para reforzar su nivel de reservas internacionales. En la declaración final, al término de la Misión del organismo, en el artículo IV en 2019 el FMI sostuvo que el programa de acumulación de reservas del Banco de la República era un paso proactivo para construir colchones externos<sup>526</sup>.

El tiempo le dio la razón a la Junta Directiva. Año y medio después de aquella importante decisión apareció el COVID-19 con los devastadores efectos en la salud y la economía. Tener mayores reservas internacionales propias sería el mayor seguro con que podía contar el país para enfrentar las consecuencias económicas de una pandemia que no estaba en los datos ni en la experiencia de nadie. Es lo único que da protección de verdad, unido, claro está, a la flexibilidad de la tasa de cambio que es, sin duda, la primera línea de defensa contra los choques externos.

En el pico de la pandemia, en septiembre de 2020, el FMI aprobó la ampliación de la LCF para Colombia, aumentándola a USD 17.200 millones. Lo novedoso del acuerdo, que continuará vigente hasta el 30 de abril de 2022, fue la noticia que dio el gobierno. El ministro Carrasquilla anunció que la administración Duque requería

<sup>525</sup> El 20 de mayo de 2019 el Directorio Ejecutivo del FMI se reunió para concluir la evaluación de desempeño de Colombia en el marco de la LCF. De acuerdo con el comunicado, los directores manifestaron que Colombia continúa satisfaciendo los requisitos necesarios para acceder a la LCF por DEG 7.848 millones. Resaltaron la credibilidad del marco de política monetaria de inflación objetivo, que ha permitido que la inflación se encuentre cerca de la meta y que las expectativas estén ancladas a la misma. Asimismo, destacaron la flexibilidad de la tasa de cambio como mecanismo primario para el ajuste de choques externos. Resaltaron también el anclaje de la política fiscal en el mediano plazo, a través de la regla fiscal estructural, así como la solidez del sistema financiero y de su marco de regulación y supervisión.

<sup>526</sup> El comunicado del FMI señaló lo siguiente:

Las reservas actuales son adecuadas, según la métrica estándar del FMI, pero tendrán que aumentar con el tiempo para que puedan amortiguar suficientemente las crecientes necesidades de financiación externa y los riesgos. El mecanismo del plan, basado en el mercado, ha permitido la acumulación de US\$ 1.200 millones en reservas sin alterar el buen funcionamiento del mercado de divisas, y al mismo tiempo ha permitido que la tasa de cambio flexible siga siendo la primera línea de defensa contra los choques externos. Adicionalmente, en una operación puntual en febrero, el Banco de la República compró US\$ 1.000 millones al Ministerio de Hacienda a la tasa de mercado vigente. El Banco de la República debe continuar esterilizando la acumulación de reservas, en la medida en que sea necesario, para mantener las tasas de interés cercanas a la tasa de política, lo que será importante para mantener la inflación cerca de su meta a medida que la economía se fortalezca.

desembolsar de esta línea alrededor de USD 5.300 millones. “La LCF es una opción financieramente favorable y complementa las fuentes de financiamiento existentes para respaldar la respuesta de política pública a la pandemia y sus efectos en la economía”, dijo el comunicado del propio FMI. Era la primera vez que los recursos de una LCF se desembolsaban para propósitos fiscales, pues normalmente solo contribuían a engrosar las reservas internacionales de los países.

En adelante el Banco seguiría fortaleciendo el nivel de reservas internacionales del país. El 2 de diciembre de 2020 le compró al Gobierno USD 1.500 millones a la TRM vigente, decisión acorde con su política de cobertura de riesgos externos a largo plazo.

\* \* \*

Con relación a las reservas internacionales, cabe mencionar que la venta de oro por parte del Banco de la República, en plena pandemia, desató una controversia técnica, que si bien no pasó a mayores, sí tuvo un impacto mediático.

El oro, como parte de las reservas internacionales del país, siempre fue un tema de habitual interés por parte de la Junta Directiva. En el pasado se dieron grandes discusiones sobre la conveniencia de tener más o menos oro dentro del portafolio. Algunos codirectores eran partidarios de mantener oro en las reservas para los tiempos malos, otros se oponían y proponían venderlo. José Antonio Ocampo, quien había escrito mucho sobre historia monetaria internacional, hacía parte de este segundo grupo. “Las reservas internacionales tienen que ser activos con cierta estabilidad y el oro es muy inestable. Desde que dejó de ser reserva internacional en el mundo tiene un peso muy volátil. Sube y baja en unos ciclos muy fuertes. No es un activo muy bueno para reservas. Los bancos centrales dejaron de acumular oro. Ese es un tema de historia”, señaló.

En el pasado el Banco había comprado parte del oro que se producía en el país, y ese activo se manejaba por fuera de los modelos de portafolio óptimo con que contaban los técnicos de la entidad. Además, el oro tenía una participación baja (menor al 1% en promedio durante la década de los noventa) en las reservas totales del país. En 2015 se decidió vender prácticamente todo el oro con que contaba el Banco, pues era un activo excesivamente volátil y la mayoría de los bancos centrales del mundo simplemente no compran oro, pero en 2015 se incorporó el oro formalmente en los modelos del Banco.

Considerando la relación entre el retorno esperado de los distintos activos y su volatilidad, se decidió colocar un porcentaje (muy bajo, de todas formas) de las reservas internacionales en oro, guarismo que cambia, por supuesto, dependiendo de la rentabilidad y volatilidad esperada en cada activo. Por ello, el Banco decidió vender parte de las reservas de un activo tan volátil como el oro, cuando las tasas internacionales de interés (un parámetro importante en la rentabilidad) descendieron entre agosto de 2019 y marzo de

2020<sup>527</sup>. Cuando las tasas de interés que se obtienen sobre las reservas internacionales son bajas, el portafolio tiene menos capacidad de absorber potenciales movimientos negativos en los precios de activos más volátiles, como el oro.

Entre el 27 de mayo y el 26 de junio de 2020 el Banco vendió oro, reduciendo aún más la participación de este activo en el portafolio de reservas internacionales. Desde el 1,40 % del total hasta el 0,45 %. Como el precio del oro en el mercado internacional venía subiendo, algunos informes de prensa aprovecharon para cuestionar la oportunidad del Banco para salir de este metal<sup>528</sup>.

La verdad es que el precio del oro había iniciado 2020 en USD 1.517/onza, alcanzó un máximo el 6 de agosto de USD 2.063/onza, y desde ahí se devolvió hasta USD 1.939/onza, mostrando la gran volatilidad del precio de este activo.

Ante las críticas que comenzaron a escucharse, el gerente general, Juan José Echarría, explicó a la opinión pública que el Banco de la República no asumía posiciones especulativas en torno a precios de activos particulares de las reservas internacionales, sino que construye un portafolio diversificado que cumple con los criterios de liquidez, seguridad y retorno, que es el mandato legal. Ese manejo adecuado del portafolio, por lo demás, había permitido obtener enormes utilidades en el manejo de las reservas internacionales. De hecho, las utilidades obtenidas en 2020 (y en 2021, Gráfico 12) fueron las mayores de la historia.

El Banco de la República también informó que las ventas de oro se hacen mediante operaciones sobre el mostrador con contrapartes internacionales del mercado de metales con calificación crediticia mínima de A, tomando la mejor cotización. El precio promedio de la polémica venta fue de USD 1.727/onza.

Quedó claro que las reservas internacionales de la nación no son para especular ni buscar grandes utilidades que puedan transformarse en pérdidas como producto del azar. Se trata de tener una rentabilidad razonable, como dice la ley, además de ser líquidas, seguras y que generen una confianza en su manejo.

Dadas las explicaciones técnicas, se calmaron los ánimos y bajó la marea, especialmente en el Congreso, en donde ya anunciaban debate de control político al Banco de la República por la venta del oro en plena crisis económica; sin embargo, es innegable que el oro sigue deslumbrando a la humanidad y a los colombianos.

<sup>527</sup> La tasa de política de la Reserva Federal descendió desde un 2,40 % en julio de 2019 hasta el 0,05 % en abril de 2020.

<sup>528</sup> Los inversionistas internacionales, buscando refugio ante la crisis mundial, llevaron el precio del oro a niveles récord.

## NUEVA ESTRATEGIA PARA COMUNICAR LAS DECISIONES DE POLÍTICA

Hoy, como nunca, la comunicación es elemento fundamental en la estrategia de política monetaria del Banco de la República. El propio equipo técnico de la institución lo explica claramente, cuando dice que la comunicación no solo es importante dentro de la transparencia y el proceso de rendición de cuentas, sino que tiene consecuencias sobre la efectividad de la política monetaria, y por ello se convierte en un elemento decisivo en la estrategia como banco central (González *et al.*, 2019: 15-16).

Por lo demás, la efectividad de la política monetaria requiere, entre otros, que el público entienda y en lo posible anticipe las acciones del banco. De esta manera, se busca que las expectativas del mercado estén coordinadas con los objetivos que se ha propuesto el banco central y contribuyan a la consecución de estos (González *et al.*, 2019). Como se mencionó, las expectativas desempeñan un papel central en el esquema monetario de inflación objetivo.

Consecuente con lo anterior, en su reunión del 30 de agosto de 2019, la Junta Directiva del Banco de la República aprobó un nuevo esquema para comunicar sus decisiones de política monetaria y facilitar su entendimiento por parte de los mercados y el público general.

Ya desde finales de 2017 se había hecho otro cambio muy importante en la frecuencia de las reuniones de política monetaria, con el propósito de mejorar el proceso de preparación de la toma de decisiones de la Junta, incrementando la cantidad de información y tiempo disponibles para el análisis. En aquella ocasión se decidió que, si bien la corporación seguiría reuniéndose doce veces al año, solo en ocho de ellas decidiría sobre el nivel de la tasa de interés de intervención<sup>529</sup>, cuando existiese nueva información fundamental que pudiese llevar a modificar la decisión anterior de política.

Por otro lado, desde que asumió la Gerencia General en 2017, Juan José Echavarría modificó la presentación del *Informe sobre Inflación* que cada trimestre produce el equipo técnico del Banco<sup>530</sup>, y sobre el cual realiza su recomendación de política monetaria a la Junta Directiva.

Al gerente le preocupaba el rezago con el que salía dicho informe, pues dada la mecánica de trabajo y periodicidad, los funcionarios se quedaban sin poder incorporar en el documento los datos más recientes. Para el momento de su divulgación el informe

<sup>529</sup> A partir de junio de 2019 se modificó la frecuencia así: la Junta Directiva se reúne para tomar decisiones de política monetaria en enero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, octubre y diciembre. En los cuatro meses restantes (febrero, mayo, agosto y noviembre) no se toman, en principio, decisiones de este tipo. En todas las reuniones la Junta Directiva sigue considerando los demás temas de su competencia.

<sup>530</sup> El *Informe sobre Inflación* realizado por el equipo técnico del Banco se publica de forma trimestral en febrero, mayo, agosto y noviembre.

de inflación ya estaba, en parte, desactualizado, lo cual le restaba efectividad para el análisis<sup>531</sup>.

Con el ánimo de subsanar el desfase, se diseñó un nuevo medio de divulgación, que se llamó *Informe del Gerente*. Este contenía los acontecimientos más recientes de la coyuntura económica y sus implicaciones para la toma de decisiones de política monetaria; sin embargo, no era la solución ideal pues, aunque se advertía que las opiniones expresadas en dicha publicación eran de responsabilidad exclusiva del autor (esto es, del gerente) y no comprometían a la Junta Directiva, no dejó de prestarse a confusiones. Lo expresado en el informe del gerente no había sido discutido en el seno de la corporación, ni analizado por el área técnica.

En el proceso de mejorar el esquema de comunicación de las decisiones de política, la gerencia y el área técnica se apoyaron en la experiencia del Banco de Suecia, considerado el banco central más transparente del mundo. En conversaciones con Juan José Echarvarría en Ginebra su gobernador, Stefan Ingves, aceptó enviar una misión a Colombia. Esta se concentró en revisar el proceso de elaboración del *Informe sobre Inflación*, llegando a la conclusión de que había que hacer reformas de fondo<sup>532</sup>.

Finalmente, siguiendo las recomendaciones, se realizaron cambios al esquema de comunicaciones, lo que al final fue aprobado por la Junta Directiva del Banco de la República.

Para empezar, el *Informe sobre Inflación* pasó a llamarse *Informe de Política Monetaria*<sup>533</sup>, y se le dio un carácter más prospectivo y de más fácil lectura. El nuevo informe contiene análisis, pronósticos y supuestos presentados a la Junta Directiva. Cabe señalar que el equipo técnico que produce estos reportes y proyecciones lo hace de manera independiente, es decir, no necesariamente reflejan el análisis ni la opinión de los codirectores. Sin embargo, este es un insumo muy importante en el proceso de toma de decisiones de la Junta Directiva.

<sup>531</sup> En el pasado, al instante de la divulgación, algunos gerentes solían advertir que estaba basado en los datos e información disponible al momento de su elaboración, lo que solía significar tres meses atrás.

<sup>532</sup> Andrés González, subgerente de Política Monetaria e Inflación Económica en el Banco de la República, desde julio de 2018 desempeñó un papel muy importante en esta reforma. Acababa de llegar del FMI y conocía bien las prácticas del Banco de Suecia. Había terminado su PhD en economía en la Universidad de Estocolmo, la más grande de Suecia.

<sup>533</sup> El *Informe de Política Monetaria* (antes de inflación) es realizado por el equipo técnico del Banco. Contiene un análisis del estado actual y las perspectivas de la economía, y una evaluación de las posibles desviaciones de los pronósticos y las expectativas de la inflación frente a la meta. Con base en este análisis, el equipo técnico realiza una recomendación sobre el valor actual y la senda futura que debería tener la tasa de interés de referencia. La Junta Directiva puede desviarse de esta recomendación atendiendo a su propia evaluación del pronóstico macroeconómico y a su valoración de los riesgos y costos económicos asociados al control de la inflación. A las reuniones de política monetaria asisten los miembros de la Junta Directiva y su secretario.

Se presentó una discusión importante en la Junta sobre el llamado *forward guidance*. Muchos bancos centrales del mundo publican sendas esperadas de tasas de interés que resultan, en muchos de ellos, de la discusión entre el equipo técnico y los miembros de la Junta. Luego de muchas discusiones se optó por un esquema intermedio, que consiste en que el equipo técnico (no la Junta) compara públicamente sus pronósticos con lo que esperan los analistas en el mercado.

Sobre la divulgación del informe, se decidió que este se publicaría el día hábil siguiente a la reunión de la Junta Directiva de los meses de enero, abril, julio y octubre, al mismo tiempo que las minutas. El primer *Informe de Política Monetaria* se publicó el primero de noviembre de 2019.

Otro cambio relevante sobre este informe tuvo que ver con su presentación. Esta función quedó a cargo del gerente técnico del Banco de la República o el subgerente de Política Monetaria e Información Económica. En esta sesión participa el gerente general para resolver las preguntas o comentarios que puedan surgir en relación con lo señalado en las minutas.

Dentro del nuevo esquema se mantuvo el comunicado de prensa y la rueda de prensa del día que la Junta Directiva toma la decisión de la tasa de interés de referencia. Por otro lado, se definió que las minutas también se publicarían el día hábil siguiente a la reunión de la Junta Directiva. Como novedades se aprobó que en su texto se incluirían únicamente los elementos de la discusión que sostuvieran los codirectores y la decisión que tomaron en la sesión correspondiente. En los meses en los cuales no se toman decisiones de política no se realizaría la publicación de minutas, ni de sus anexos<sup>534</sup>.

A la par con la misión del Banco de Suecia, se estudió, bajo la coordinación de Pilar Esguerra, directora del Departamento de Comunicación y Educación Económica, la experiencia del Banco de Inglaterra en materia de comunicaciones e información a los medios y el público en general. Aunque el Banco de la República ofrecía muchos productos de gran calidad, se encontró una alta dispersión de estos, lo que se corrigió. Dentro de los cambios a las comunicaciones cabe destacar también la modernización de la página de internet, lo que incluyó la simplificación de la forma de presentar las estadísticas. Por otro lado, el Banco se adaptó a las redes sociales, lo que permitió un notable aumento en la lecturabilidad de los documentos y productos que prepara el equipo técnico de la institución.

<sup>534</sup> En virtud de las circunstancias excepcionales que vivió la economía colombiana como consecuencia de la pandemia del COVID-19, la Junta evaluó las condiciones de la economía y de la política monetaria en mayo, agosto y noviembre de 2020.

## ACCIONES DE LA JUNTA EN TIEMPOS DE PANDEMIA

En 2019 la economía colombiana registró su mejor desempeño desde el choque negativo que generó la caída del precio del petróleo a mediados de 2014. El país alcanzó un crecimiento del 3,3 %, el más alto entre las mayores economías de América Latina.

Para 2020 se esperaba la misma dinámica, liderada por el consumo y la inversión privada. El equipo técnico del Banco de la República proyectaba para el nuevo año un crecimiento del 3,4 %.

La inflación observada en diciembre de 2019 (3,8 %) fue acorde con las proyecciones del equipo técnico y se preveía que continuaría su proceso de convergencia hacia la meta del 3 % en 2020, dado que los choques de oferta seguirían diluyéndose. La autoridad monetaria también esperaba menores presiones sobre los precios, provenientes de la tasa de cambio, en un entorno de bajas tasas de interés internacionales y primas de riesgo reducidas.

Por lo demás, al terminar 2019 el gobierno recibió una gran noticia por parte del Banco de la República: en 2020 tendría a su disposición 7 billones de pesos<sup>535</sup>, correspondientes a las utilidades del Emisor. Como se observa en el Gráfico 12, las utilidades obtenidas en 2019 y 2020 fueron, de lejos, las más altas de la historia. Como mencionó el gerente Echavarría, esas utilidades equivalían a las que normalmente obtiene el Gobierno con dos reformas tributarias.

Así las cosas, el panorama lucía despejado para este año bisiesto, de mal augurio para algunos, pero no para la mayoría de los analistas especializados, que no creen en supersticiones.

En marcha el nuevo año, la primera reunión de la Junta Directiva se realizó el 31 de enero. Asistieron el ministro de Hacienda, Alberto Carrasquilla, el gerente general, Juan José Echavarría, y los codirectores Gerardo Hernández, Ana Fernanda Manguashca, Carolina Soto y Roberto Steiner. No participó Arturo Galindo, pues aún no se había posesionado en el cargo<sup>536</sup>, ya que había sido nombrado el 27 de diciembre del año anterior.

En esta primera reunión se analizaron los temas de rutina. La Junta reiteró que la actividad económica en 2020 mantendría una dinámica positiva, liderada por el sector privado y en un ambiente de bajas tasas de interés y condiciones crediticias amplias.

Tras evaluar el estado de la economía y el balance de riesgos, la Junta decidió por unanimidad mantener la tasa de interés de referencia en 4,25 %. Se advirtió, sin

<sup>535</sup> En 2019 el Banco obtuvo una utilidad de 7,1 billones de pesos. Frente al resultado de 2018 aumentó 219 %. El incremento de los ingresos se explicó, principalmente, por el mayor rendimiento de las reservas internacionales. De acuerdo con el marco legal, el remanente de las utilidades, una vez descontada la inversión para la actividad cultural y apropiadas las reservas estatutarias, será de la nación.

<sup>536</sup> Se posesionó el 12 de febrero de 2020.

embargo, que el contexto externo podría verse afectado por los efectos económicos de la reciente declarada emergencia sanitaria internacional por el coronavirus.

Pero, si bien para ese momento ya se reportaban los primeros casos de contagio del virus en el mundo, lejos estaba la autoridad monetaria colombiana de presagiar las extremas complicaciones que se acercarían<sup>537</sup>.

Muy pronto todo cambió en el planeta Tierra. Como todos los bancos centrales, el Banco de la República pasó a estudiar temas inéditos, sobre una crisis económica monumental originada en una pandemia, sin antecedentes de intensidad ni duración. La autoridad monetaria entró en una dimensión desconocida, pues en el pasado siempre existía alguna relación entre las crisis y la política económica.

Para febrero de 2020 los mercados internacionales mostraban gran volatilidad. El temor por la propagación del coronavirus comenzó a afectar las principales bolsas del planeta. Se desplomaron las acciones globales, mientras el precio internacional del petróleo se hundía rápidamente, al igual que el del carbón.

En Colombia los mercados financieros locales se contagiaron del nerviosismo, lo que se manifestó en una fuerte subida del precio del dólar. Los títulos del Gobierno (TES) recibieron el mayor impacto con fuertes desvalorizaciones (aumento en las tasas de interés), y el volumen de negociación del mercado de deuda corporativa se desinfló.

Ante el desorden en el mercado de deuda pública y privada, la Junta Directiva del Banco de la República actuó rápidamente. De alguna manera, a casi todos los codirectores les había tocado, desde diferentes posiciones, la crisis de 1999, cuando cayó el UPAC, y tenían algunas ideas de cómo actuar. “Liquidez, liquidez, liquidez” era la consigna. Posteriormente se tomarían medidas adicionales relacionadas, por ejemplo, con reducciones sustanciales en las tasas de interés. También se obtuvo una expansión importante en la LCF, con parte de los recursos destinados a financiar el gasto del gobierno.

El jueves 12 de marzo de 2020, en una reunión extraordinaria (a la que asistió el superintendente financiero, Jorge Castaño), la Junta tomó varias medidas excepcionales encaminadas a reforzar la liquidez del sistema de pagos.

Entre ellas se decidió permitir el uso de papeles de deuda privada, calificada como títulos admisibles en las operaciones repo transitorias para suministro de liquidez. De hecho, Colombia fue uno de los primeros países emergentes en adoptar esta modalidad. Se aumentaron los cupos de expansión, se ampliaron los plazos y a los fondos administrados por las fiduciarias se les dio acceso a los mecanismos de liquidez del Banco de la República.

<sup>537</sup> Para el comienzo del año, la probabilidad de mayores deterioros globales se disipaba el acuerdo parcial de comercio entre los Estados Unidos y China, así como la finalización del proceso del *brexit*. Tanto el equipo técnico del Banco como analistas externos esperaban que las tasas de interés internacionales en 2020 siguieran en niveles bajos, mientras que la demanda externa de los principales socios comerciales se recuperara, aunque de manera lenta.



El Emisor también intervino de una manera peculiar en los mercados cambiarios, tratando, nuevamente, de dar toda la liquidez requerida. Lo hizo mediante venta de dólares *forward* y de *swaps*, que no implicaron gastar reservas internacionales. Simplemente, se realizaron subastas de *swaps* de dólares (en los cuales el Banco los vende de contado y los compra a futuro) para brindar liquidez transitoria en esa divisa a un grupo amplio de entidades financieras, y aliviar así posibles restricciones de financiamiento externo. Este seguro dio gran tranquilidad e hizo que los mercados cambiarios se comportaran de manera adecuada.

Los siguientes días fueron de monitoreo permanente de la situación. El lunes 16 de marzo, en una nueva reunión, la Junta Directiva aumentó nuevamente el cupo de repos contra deuda privada y extendió a otros intermediarios el acceso a las subastas y a la ventanilla de liquidez con deuda pública.

Con estas medidas, el Banco de la República, como el proveedor de liquidez por naturaleza, envió un mensaje de compromiso en una situación tan estresante como nunca. Una muestra de ello es que el cupo total de liquidez pasó de COP 9 billones a COP 20 billones con las medidas adoptadas. A partir de allí, los plazos, las contrapartes y los mecanismos de provisión de liquidez fueron evaluados diariamente.

Ese lunes de marzo marcó también un hecho histórico. Esta sería la última sesión en la que los codirectores ocuparían la sala de reuniones del piso quinto del Banco de la República. Desde ese momento la Junta Directiva comenzó lo que sería un prolongado período de sesiones virtuales.

Muy pronto la autoridad monetaria tomó nuevas decisiones para fortalecer la liquidez permanente a la economía. Mediante la reducción del encaje se inyectaron recursos por un monto cercano a los COP 9 billones, con lo cual se buscó estimular la generación de préstamos a la economía<sup>538</sup>. Con igual propósito, la Junta autorizó la compra de TES en el mercado secundario hasta por COP 2 billones. Esta medida (tomada en abril de 2020) buscó reforzar la liquidez del mercado de deuda pública.

Y si de medidas extraordinarias se trataba, en mayo la Junta autorizó al Banco de la República para efectuar operaciones transitorias de expansión (repos) con títulos de cartera por un monto de hasta COP 6,3 billones. Con esto se reforzó el suministro adecuado de liquidez y se apoyó la provisión de crédito que requerían las empresas y los hogares.

Hasta julio de 2020 el Banco de la República había inyectado a la economía alrededor de COP 40 billones, equivalentes al 35 % de la base monetaria o el 3,7 % del PIB.

Las medidas tuvieron efecto. El precio de la deuda pública, al igual que la privada, que en marzo y abril de 2020 alcanzó a crear pánico entre los intermediarios financieros, regresó a su nivel.

538 Decisión de la Junta Directiva del 14 de abril de 2020.

Como se recordará, para limitar el daño en la salud causado por la pandemia, el gobierno nacional y las autoridades locales decretaron el confinamiento de grandes sectores de la población por períodos prolongados.

Una consecuencia inevitable de ese aislamiento fue el desplome de la actividad económica, con el enorme impacto sobre el empleo. La Junta manifestó su preocupación por el evidente deterioro del mercado laboral, con cifras de desempleo que alcanzaron niveles históricos. Como se observa en el Gráfico 10, la caída del PIB en 2020 fue del 6,8 %, la mayor caída de la economía colombiana en toda su historia (la caída del PIB en 1999 había sido de “solo” un 4,5 %).

En este contexto, los codirectores consideraron que la política monetaria debía conducir a una postura más expansiva con miras a apoyar la recuperación de la actividad económica y llevar la inflación a la meta en el horizonte de política.

En consecuencia, en la sesión del 27 de marzo de 2020 la Junta comenzó a bajar las tasas de interés. Esta vez, medio punto porcentual, situándola en el 3,75 %, para contribuir a la futura recuperación de la demanda interna<sup>539</sup>.

Los directores destacaron la importancia de complementar las medidas de provisión de liquidez ya adoptadas, con disposiciones que contribuyeran a aliviar la carga financiera de hogares y empresas, tanto para los nuevos flujos de crédito como para parte del saldo ya contratado. Con ello se buscó sentar las bases para que, una vez superada la emergencia sanitaria, la economía retomara una saludable senda de expansión<sup>540</sup>.

Cuando comenzó el confinamiento la tasa de interés de intervención del Banco de la República estaba en 4,25 %<sup>541</sup>. Para finales de marzo, por unanimidad, se decretó un primer recorte, de medio punto, hasta llegar al 3,75 %. A partir de allí, la discusión en la Junta ya no fue unánime, pues existían diferencias en cuanto al ritmo de la reducción. Así, se llegó a septiembre de 2020 con una tasa en el 1,75 %, el nivel más bajo desde la reforma constitucional al Banco de la República. Es decir, una disminución de 250 pb en el año de la pandemia, lo que muestra que la autoridad monetaria reaccionó con gran audacia y oportunidad frente a la magnitud de la crisis. La tasa de interés real se redujo a niveles cercanos a cero.

La inflación al final de 2020 se ubicó en el 1,6 %, la más baja en la historia del país desde que el DANE tiene registros en esta materia. La cifra fue menor a la prevista por el equipo técnico del Banco, y fue consecuencia del período prolongado de varios alivios de precios

<sup>539</sup> Como antecedentes cabe recordar que la Junta Directiva del Banco de la República redujo gradualmente la tasa de interés de política desde un pico del 7,75 % en diciembre de 2016 hasta 4,75 % al finalizar 2017. En sus sesiones de enero y abril de 2018 decidió hacer dos nuevos recortes de 25 pb cada uno, hasta alcanzar el 4,25 %, tasa que se mantuvo hasta el 27 de marzo de 2020.

<sup>540</sup> Según consta en las minutas de la sesión del 27 de marzo de 2020, publicadas el 30 de marzo.

<sup>541</sup> En la sesión del 31 de enero de 2020 la Junta Directiva decidió mantener este nivel.

y de una débil demanda (Banco de la República, 2021). El 27 de noviembre del año de la pandemia, la Junta Directiva anunció que mantendría la meta de inflación en 3 %. Para el cierre de 2021 se estimó que podría ubicarse en un rango entre 1,5 % y 3 %.

En la primera sesión de 2021 la Junta Directiva decidió mantener la tasa de política en 1,75 %. Cinco de sus miembros votaron en favor de mantener la tasa inalterada, mientras que dos lo hicieron por una reducción de 25 pb. Esta sería la primera Junta Directiva para el nuevo gerente general, Leonardo Villar, y la última para los codirectores Gerardo Hernández y Ana Fernanda Maiguashca, quienes se retiraban por los dos cambios que debía realizar el gobierno.

\* \* \*

Como conclusión de este importante episodio, es pertinente recordar que en estos 30 años de historia el Banco de la República ha enfrentado crisis de variada naturaleza. La crisis asiática, que llevó a la gran recesión de fin de siglo (1998-1999); la financiera de orden global en 2007-2008, y la ocasionada con el desplome de las materias primas, el petróleo principalmente, en 2014. En cada una de estas las respectivas juntas directivas actuaron con los instrumentos de política a su disposición, logrando amortiguar los efectos negativos.

Pero la situación catastrófica provocada por la pandemia ha sido, sin duda, el reto más grande de la autoridad monetaria. Como dice Steiner (2020), aunque acostumbrados a lidiar con distintas crisis, nadie estaba preparado para lo que sucedió en esta ocasión.

Si antes fenómenos económicos se podían resolver con los instrumentos típicos de la política económica, frente a esta crisis eso no era suficiente. En un mundo totalmente golpeado y alterado por el coronavirus había que tomar acciones en varios frentes.

Aprendiendo de las lecciones recogidas en 30 años de historia, la Junta Directiva dirigió sus acciones para asegurar que las afugias económicas provocadas por el COVID-19 no se tradujeran en una crisis financiera, y eso dio tranquilidad a los colombianos. Una vez pasaran los efectos directos de la pandemia, contar con un sistema financiero robusto sería muy importante para la recuperación de la economía.

El Banco de la República también se aseguró de que el sistema financiero recibiera liquidez en las condiciones necesarias para poder prestarles a los agentes económicos, en particular hogares y empresas.

Dentro de las acciones para amortiguar los efectos económicos causados por el COVID-19, el Banco de la República también actuó sobre las reservas internacionales. Cuando la situación se puso más incierta y la pandemia generó más incertidumbre, el gobierno y el Banco de la República consideraron importante aumentar su nivel.

En este orden, se logró aumentar la LCF con el FMI. Esto le permitió al país acceder a poco más de USD 17.000 millones, de los cuales el gobierno desembolsó cerca de

USD 5.300 millones a finales de 2020, para ayudar a cubrir el déficit presupuestal que generó la caída de los impuestos y el fuerte aumento del gasto requerido por la pandemia.

También, se elevó el nivel de las reservas mediante operaciones con el Tesoro. El gobierno se endeudó en el exterior, y si bien tradicionalmente el Banco prefiere que estas divisas se vendan en el mercado cambiario, en esta ocasión la Junta Directiva consideró que una parte importante de los dólares se monetizara en el Banco, aumentando el volumen de reservas.

Sin duda, como ha sido reconocido públicamente por economistas y diferentes agentes del mercado, las medidas tomadas por la Junta Directiva fueron ágiles y oportunas, sin apartarse de su mandato constitucional de preservar el poder adquisitivo de la moneda y asegurar el funcionamiento del sistema de pagos que tiene bajo su responsabilidad.

El debate en los medios de comunicación sobre un crédito del Banco de la República al gobierno, o incluso de una transferencia de recursos directamente sin compromiso de repago, ha estado sobre el tapete a lo largo de esta crisis, pero esa opción extrema no ha llegado a estudio de la Junta Directiva. Aunque, como dice el gerente general, Leonardo Villar, el Banco no puede hacer magia y crear dinero sin que nada pase. Emitir billetes para cubrir las necesidades fiscales, como algunos proponen para salvar la economía, conduciría a perder la confianza y la credibilidad, que es justamente lo que ha permitido actuar durante este calamitoso período. De hecho, en ningún país del mundo se ha realizado un préstamo directo del banco central al Gobierno, en estos tiempos en que los mercados internacionales miran con especial cuidado la independencia de los bancos centrales frente a las finanzas del Gobierno. No obstante, con el menú de opciones utilizadas, la Junta logró capotear los efectos económicos de la gravísima situación.