

UNA VISION ALTERNATIVA: La Política Monetaria y Cambiaria
en la Última Década.

Por Miguel Urrutia.

Introducción:

Pocas políticas económicas promueven el bienestar en todas las circunstancias. En general el libre comercio internacional genera bienestar, pero en el mundo proteccionista y poco globalizado de los años treinta del siglo XX algunas políticas proteccionistas en América Latina promovieron el crecimiento económico. En ocasiones, para economías muy abiertas y una tradición de políticas fiscales prudentes, una tasa de cambio fija puede ser un régimen que facilita crecimiento con estabilidad, pero en países con otras características dicho régimen puede ser negativo para el desarrollo.

Algunos economistas no tienen la perspectiva histórica para entender las circunstancias que generaron las políticas económicas en el pasado, y tal vez son excesivamente optimistas sobre las bondades de algunas políticas del presente en futuras circunstancias. Hay que entender que las políticas que funcionaron bien en el pasado, pueden no ser adecuadas en el presente, y que políticas diseñadas para la actual coyuntura pueden no ser óptimas en el futuro. En esta breve nota

me propongo analizar algunas de las coyunturas que llevaron a los cambios de política económica en los últimos 15 años del siglo XX.

En 1985 la economía colombiana funcionaba con un comercio exterior altamente regulado y existía un régimen proteccionista con altos aranceles y control directo a las importaciones. El sector financiero era muy intervenido por las autoridades, y las tasas de interés no eran de mercado, y reflejaban diferentes tipos de intervenciones estatales. Los flujos financieros legales eran regulados pero los flujos informales eran bastante grandes. Carolina Gómez, (1996), muestra cómo hay indicaciones claras de que la economía colombiana era bastante abierta a los flujos de capital, aunque tenía un control de cambios formal bastante completo. Hasta principios de los noventa, el régimen cambiario era uno de tasa de cambio con devaluación gradual, en el cual el Banco Central determinaba el precio de la divisa diariamente. El régimen entonces era esencialmente de tasa fija, con intervención masiva del Banco Central para hacerla efectiva, aunque la tasa de intervención variara diariamente. La política monetaria trataba de mantener la inflación entre 22% y 28%.

A continuación describo las circunstancias que llevaron a un cambio gradual, pero significativo, en la política económica:

La liberación comercial

En otro lugar describo el cambio inicialmente gradual y después más abrupto en la política comercial (Urrutia, 1993).

La motivación original para la liberación comercial en la segunda parte de los ochenta fue la observación de técnicos de Planeación Nacional y del Banco de la República que la productividad de la economía colombiana había caído significativamente. La experiencia del Este y Sureste Asiático habían mostrado en las dos décadas anteriores que países en desarrollo volcados hacia el comercio internacional se podían beneficiar del ambiente de globalización y libre comercio vigente en el mundo en la posguerra. Parecía, entonces, lógico liberar importaciones para lograr mayor eficiencia y productividad.

En el caso colombiano la decisión también fue influida por la presión ejercida por los organismos multilaterales a través de la condicionalidad que acompañaba sus créditos. Pocos meses después de iniciarse finalmente el proceso de liberación comercial, los hallazgos de petróleo de Cusiana y las perspectivas de grandes exportaciones de hidrocarburos la volvieron una necesidad. No liberar las importaciones generaría una inflación acelerada y una grave pérdida de competitividad de la tasa de cambio que destruiría el esfuerzo de dos décadas de diversificación y promoción de exportaciones no tradicionales.

Las circunstancias de los años noventa no favorecían una política proteccionista. Esto no quiere decir que esa política no fue adecuada en los años treinta, cuarenta o cincuenta.

Política monetaria

Desde la creación de la Junta Monetaria en 1963, cuando se le dieron muy amplias facultades de intervención en la economía al Banco Central, las presiones eran amplias y variadas para emitir a favor de uno u otro sector que se consideraba meritorio. La presencia de los ministros de Agricultura, Desarrollo y del Director del Incomex en la Junta, determinaba que siempre hubiera presiones para la emisión. La única restricción que existía era la conciencia que un crecimiento excesivo de la moneda podría llevar a la hiperinflación.

Semanalmente la Junta Monetaria analizaba los cambios en la base monetaria y los medios de pago, y el origen de la emisión. En los años setenta y ochenta, hubo episodios de bonanza externa en que la principal causa del crecimiento de los medios de pago era la compra de reservas internacionales. La Junta Monetaria trataba de compensar el crecimiento monetario excesivo aumentando el encaje bancario, y en ocasiones llegando a instituir un encaje marginal de 100%. El Banco Central también compensaba la emisión para compra de reservas internacionales con Operaciones de Mercado Abierto con títulos propios.

En otras épocas la emisión se hacía para financiar un déficit fiscal. Este creció en períodos de bajos precios de las exportaciones tradicionales, y se financiaba en parte con emisión. Como en esas coyunturas caían las reservas internacionales, se pensaba que existía margen de emisión para financiar el déficit fiscal. El exceso de liquidez en esos momentos aceleraba la demanda por dólares, y esto amenazaba una crisis cambiaria, lo cual llevaba a la Junta Monetaria a moderar la emisión.

El mecanismo de mantener el crecimiento de los medios de pago dentro de cierto rango evitó que la inflación se disparara. Antes de 1991, entonces, la política monetaria tenía como objetivo una inflación que no superara el 30% anual, nivel que se consideraba podría iniciar un espiral inflacionario, y el instrumento utilizado era el control de los medios de pago.

Esta política fue efectiva para lograr contener la inflación dentro del rango ya mencionado. Tuvo eso sí, efectos colaterales dañinos. Inflaciones entre 22% y 30%, y cierta volatilidad en los niveles de inflación anual limitaron el desarrollo del mercado de capitales. Los créditos subsidiados de largo plazo del Banco Central, unidos a altas inflaciones, desestimularon la captación de ahorro de largo plazo y la profundización del mercado de capitales. Los altos encajes bancarios también desestimularon la intermediación financiera y éstos más las inversiones forzadas evitaron que las tasas de interés sirvieran para la asignación de recursos.

Pero el control de los medios de pago mantuvo la inflación dentro de los rangos aceptados por la sociedad en esa época. Es bien sabido que en el largo plazo la inflación depende del crecimiento de la moneda. Antes de las reformas de los noventa que llevaron a la profundización financiera, el agregado que constituía moneda era los medios de pago, y éste era el agregado sobre el cual actuaba la Junta Monetaria.

Varios estudios empíricos en Colombia muestran la relación de largo plazo entre agregados monetarios e inflación (Urrutia, 1998; Misas, Posada, Vásquez, 2002).

En el proceso de desinflación iniciado por el Banco de la República a partir de 1991, la política monetaria siguió enfocando los agregados monetarios. La Junta no podía utilizar las tasas de interés como herramienta de la política monetaria en un régimen en que la meta intermedia era un agregado monetario, pues la tasa de interés la determinaba la oferta y demanda monetaria, y los cupos de redescuento a diferentes tasas fijas. Por otra parte, el mercado monetario era poco profundo y subdesarrollado y la transmisión de cambios en las tasas de interés del Banco Central a la economía real era muy parcial.

Aún después de la flotación de la tasa de cambio en 1999, la Junta ha seguido muy de cerca los agregados monetarios, y el equipo técnico del Banco y la mayoría de los miembros de la Junta dedican mucho tiempo y recursos al análisis de la demanda por dinero para determinar la postura de la política

monetaria. Diferentes factores cambian la demanda por base monetaria, como por ejemplo la introducción del impuesto sobre transacciones financieras. El trabajo técnico del Banco consiste en ajustar la línea de referencia de crecimiento en la base monetaria para reflejar esos choques. Por eso en algunas ocasiones se cambia la trayectoria de la línea de referencia durante el año. En su documento de febrero de 2002 el doctor Clavijo sugiere que la actual política de la Junta no toma muy en cuenta los agregados monetarios por la inestabilidad de la demanda por dinero, pero es importante entender que la posición descrita por Clavijo no es compartida por la mayoría de los integrantes de la Junta.

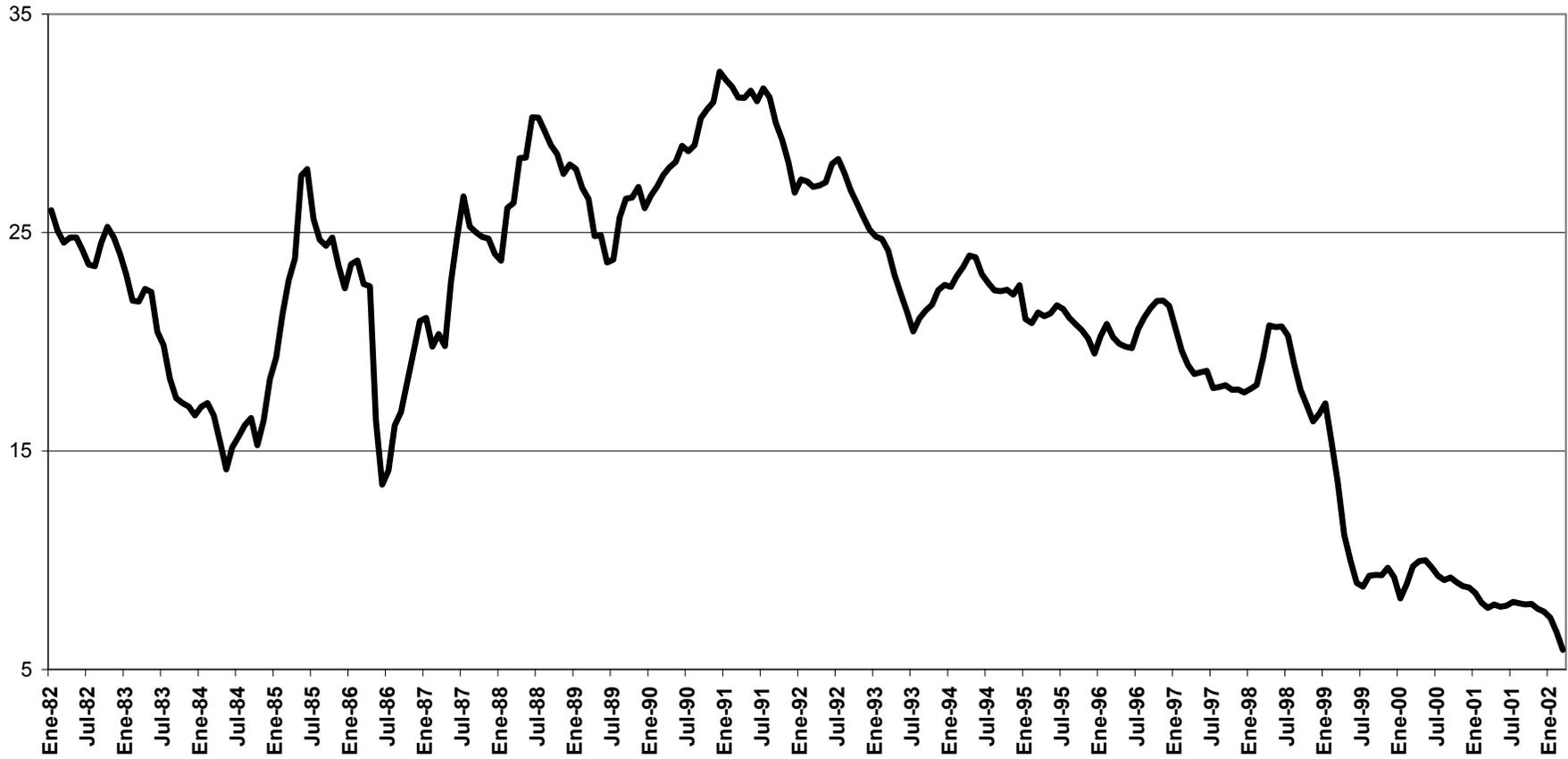
La mayoría de los miembros de la Junta del Banco y del equipo técnico de la institución, han considerado que la desinflación gradual de la economía desde 1991 ocurrió porque la Junta redujo paulatinamente el crecimiento de la base monetaria. Por este motivo, pocos en el Banco comparten la idea del doctor Clavijo expuesta en varios documentos de que la desinflación fue fortuita (Clavijo, marzo 2002). Tal vez el doctor Clavijo subestima el esfuerzo del Banco, porque insiste en comparar la inflación promedio entre 1982-1989 (23%) contra la inflación promedio en 1990-97 (24%)¹. Estos promedios esconden el hecho que entre 1982 y agosto de 1991, fecha en que inició labores la Junta independiente, la inflación aumentó de 21.8% a 31.2%, mientras que en la época del Banco independiente, la inflación se redujo más o menos constantemente de 32% en julio de 1991 a 5.8% en marzo de 2002 (Gráfico 1).

¹ Véase cuadro 1.

Cuadro 1
Inflación promedio

Años		Años	
1982	24.6	1990	29.1
1983	19.7	1991	30.4
1984	16.2	1992	27.0
1985	24.0	1993	22.4
1986	18.9	1994	22.8
1987	23.3	1995	20.9
1988	28.1	1996	20.8
1989	25.9	1997	18.5
Promedio	22.6	Promedio	24.0

GRAFICO 1
INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR DE COLOMBIA
Variaciones Porcentuales Anuales
Ene/82 - Mar/02



Fuente: DANE

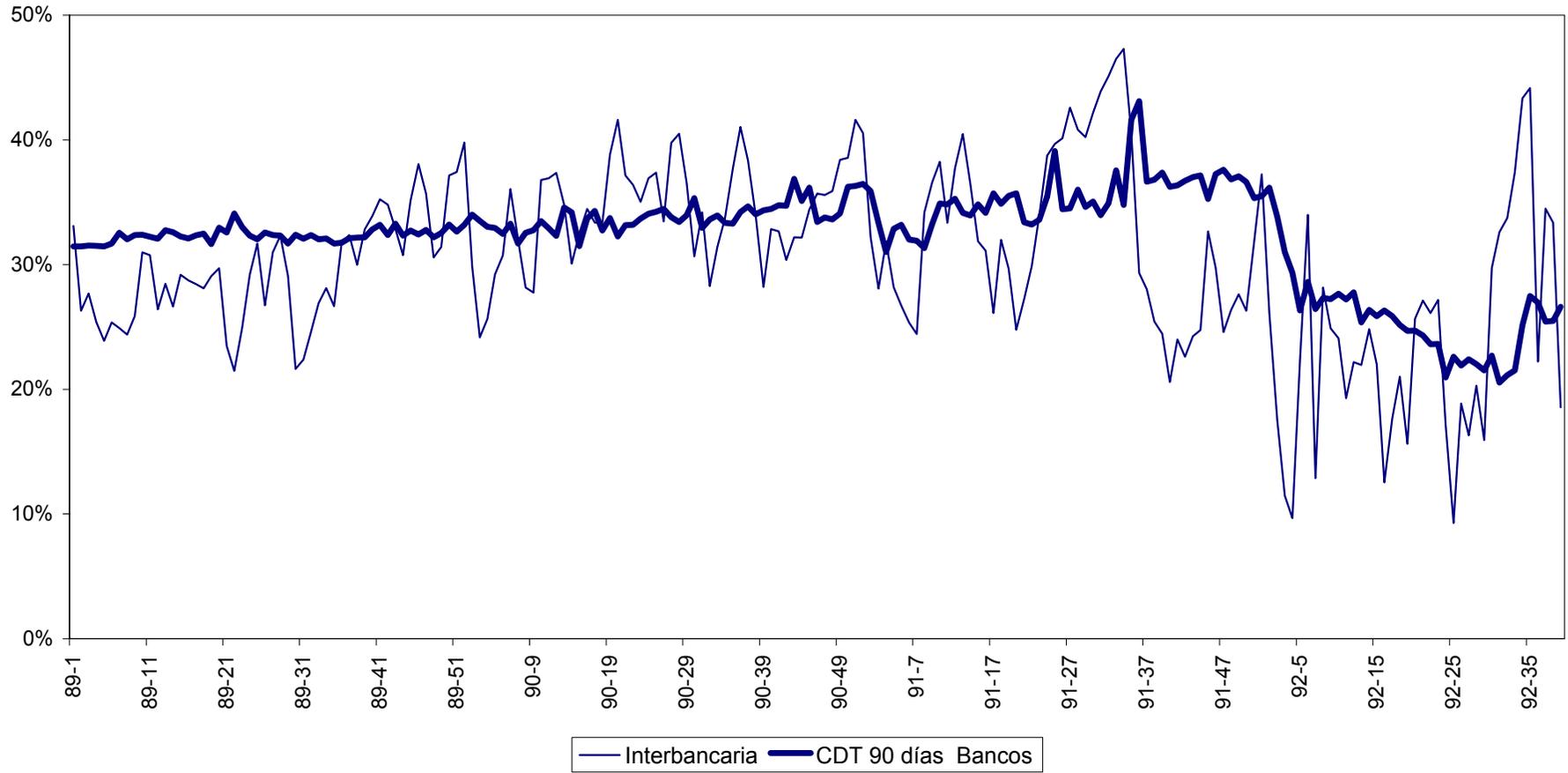
Como ya expliqué, las circunstancias determinan qué políticas económicas son efectivas. A principios de la década de los noventa las tasas de interés interbancarias eran muy volátiles y no parecían afectar la DTF y menos las otras tasas de interés de la economía (Gráfico 2). Solo hacia 1992 se produjo un estudio que sugería que estadísticamente la interbancaria sí afectaba la DTF (Steiner,1992). En esas circunstancias no tenía lógica pensar en utilizar la tasa interbancaria como instrumento de la política monetaria, aunque este fuera el sistema utilizado por el Federal Reserve, después de la reducción de la inflación en Estados Unidos lograda por Paul Volker manejando los agregados monetarios durante los años ochenta.

La Junta del Banco era consciente de la imperfección del mecanismo de transmisión de sus tasas de intervención al resto de tasas en la primera parte de la década. En el Informe de la Junta al Congreso de julio de 1996, se dice que aunque el Banco ha bajado la tasa de intervención, la tasa de interés del mercado no ha disminuido.²

A partir de 1996 la Junta estableció mecanismos para estabilizar la tasa interbancaria. Aunque algunos técnicos del Banco insistían que no tenía importancia la volatilidad en esta tasa, la Junta insistió en crear mayor estabilidad en la tasa creando ventanillas de compra y venta automática que le ponían límites a las fluctuaciones de tasa interbancaria. El Gráfico 3 tomado del Informe al

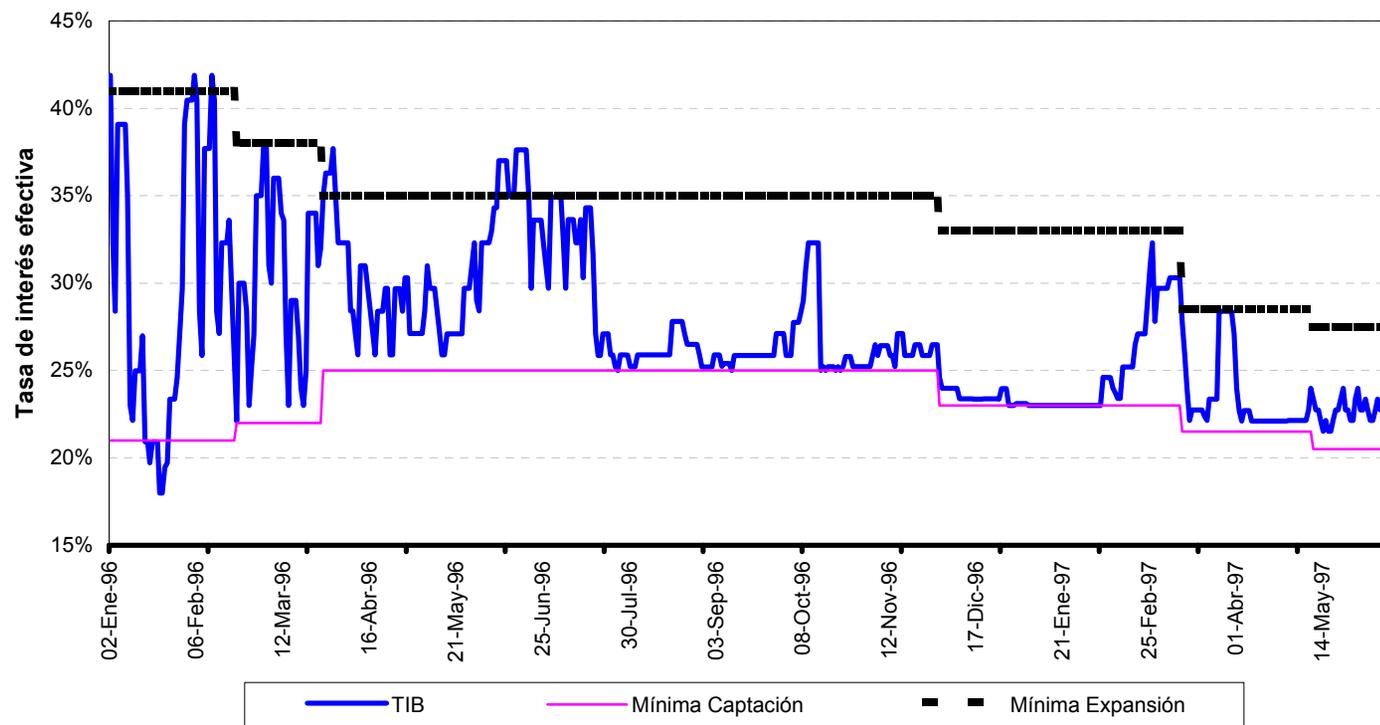
² Informe de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso, jul.1996, pág. 17.

GRAFICO 2
TASA DE INTERES DE LOS CDT E INTERBANCARIA
SEMANAS ENERO/89 - SEPTIEMBRE/92



FUENTE: Banco de la República

GRAFICO 3
Tasa interbancaria y tasas de Intervención del BR



FUENTE: Banco de la República

Congreso de 1997 muestra el resultado de esta política.³ El Banco también promovió la profundización de ese mercado, lo cual volvió la tasa interbancaria más representativa.

Solo una vez creado ese mercado podía la política de tasas de interés del Banco transmitirse a las otras tasas de interés, y así afectar el flujo de fondos de deudores y acreedores, y de esta forma tener algún efecto sobre la demanda agregada (Gráfico 4).

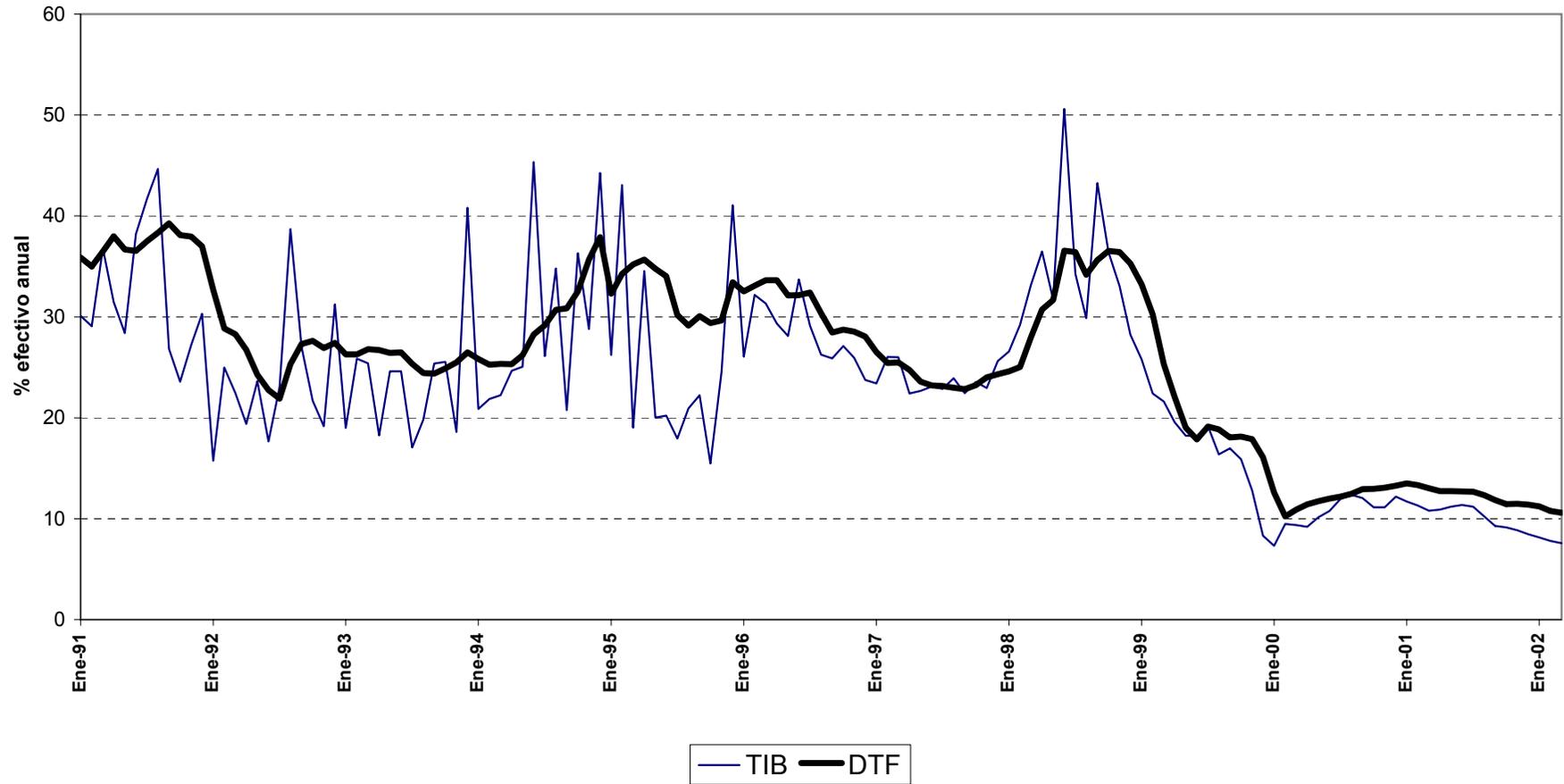
Política cambiaria

Como ya se explicó, hasta 1991 Colombia siempre tuvo un régimen de tasa de cambio fija. Antes de 1967, la tasa de cambio era fija, pero se tenía que devaluar periódicamente debido a que la inflación en Colombia era mayor que la inflación internacional o de Estados Unidos, nuestro principal socio comercial. Al no ser creíblemente fija, la tasa de cambio colombiana no tenía ninguna de las virtudes de una tasa de cambio realmente fija (Hard peg).

A partir de 1967 se instituyó la tasa de cambio con devaluación gradual. Este régimen tuvo la ventaja de evitar los brotes especulativos contra el peso cuando la tasa de cambio se volvía claramente no competitiva, o por lo menos hacía políticamente viable devaluar cuando crecía aceleradamente la demanda

³ Gráfica 17 del Informe al Congreso.

GRAFICO 4
TASA DE CAPTACION -DTF- Y TASA INTERBANCARIA -TIB-
Promedios Mensuales
Ene/91 - Mar/02



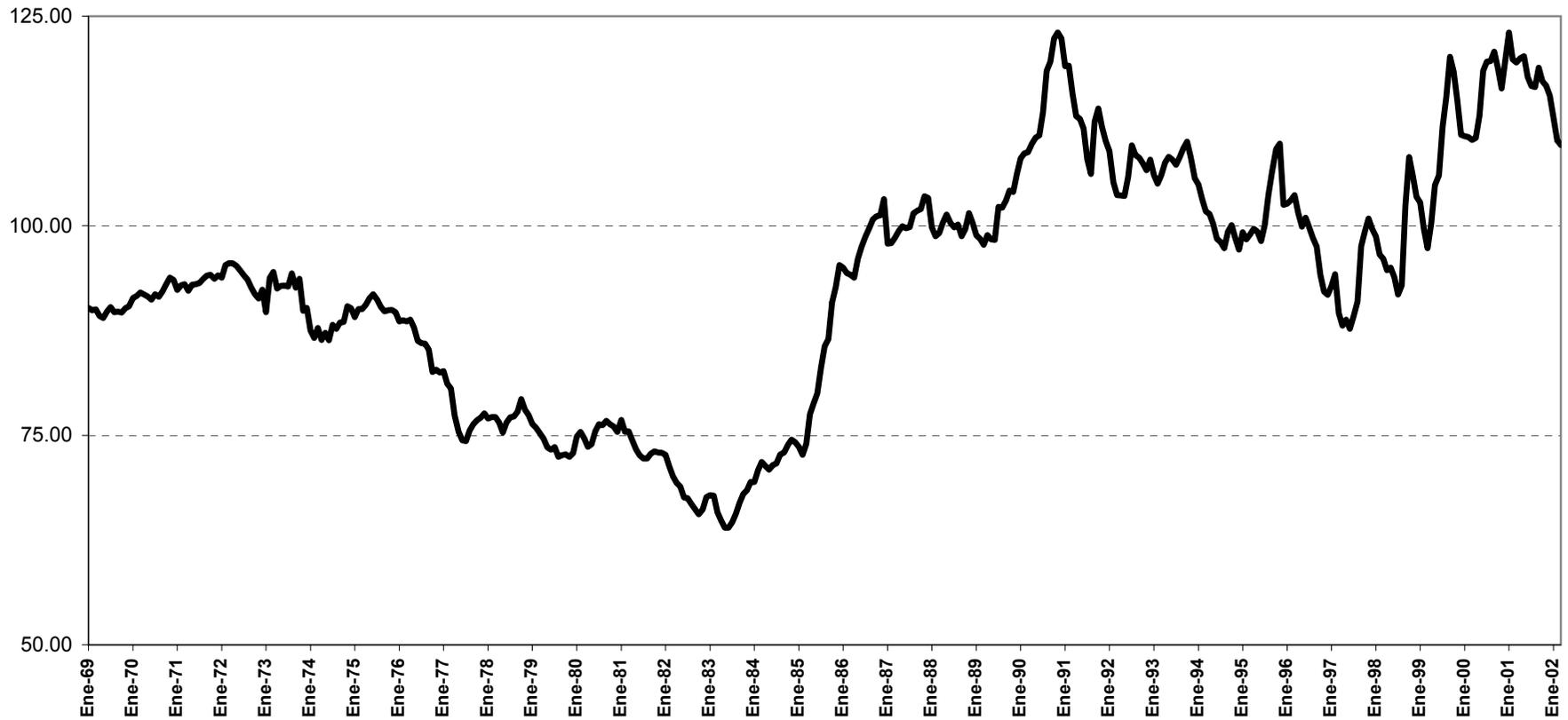
Fuente: Banco de la República

por divisas. La devaluación en este esquema no era un acto administrativo criticable, y políticamente vulnerable, sino que se hacía gradualmente al acelerar la devaluación diaria. El régimen tuvo la virtud de evitar fluctuaciones abruptas en la tasa de cambio real, aunque no logró, como algunos creen, evitar las fluctuaciones en dicha tasa (Gráfico 5). El régimen, sin embargo, le dio ciertas garantías a los exportadores, y unido a unas instituciones como Proexpo, que promovían (o subsidiaban) las exportaciones, creció la oferta de exportación de bienes que tradicionalmente no se habían exportado.

La desventaja del sistema fue que con el tiempo generó un sesgo inflacionario, pues para mantener una tasa de cambio competitiva, la devaluación tenía que crecer con la inflación, y ésta a su vez crecía con los aumentos en los costos de los bienes transables.

La otra desventaja del sistema era que dificultaba mucho el manejo monetario. Cuando había alguna bonanza de comercio exterior o crédito externo, el Banco de la República tenía que emitir masivamente para comprar reservas internacionales, y no le era fácil compensar dicha emisión con encajes u operaciones de mercado abierto. El régimen resultaba, entonces, procíclico, pues cuando mejoraba el ingreso nacional por un choque positivo en los términos de intercambio, el Banco Central aumentaba de manera coincidente la oferta monetaria. Cuando se reversaban los flujos de capital, el Banco tenía que endurecer la política monetaria para evitar perder reservas a la tasa de cambio vigente.

GRAFICO 5
INDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL DEL PESO COLOMBIANO
COMERCIO NO TRADICIONAL
DEFLACTOR: IPP
1994=100
Ene/69 - Mar/02



Fuente: Banco de la República

El efecto procíclico del régimen cambiario fue compensado por la política cafetera. En momentos de buenos precios del café, se aumentaba la retención cafetera, y entonces el choque positivo de términos de intercambio no se trasladaba todo a la demanda interna, y parte de las divisas se mantenían en el exterior. Al contrario, cuando caían los precios del café, el Fondo Nacional del Café desaccumulaba reservas y subsidiaba la demanda interna. El éxito de la tasa de cambio que se devaluaba gradualmente a un precio establecido por el Banco Central se debió, entonces, en parte al efecto compensatorio de la política cafetera.

La disminución en la exportación del café y la naturaleza nueva de los choques a la balanza de pagos hizo cada vez más costoso el régimen cambiario del Decreto Ley 444 a finales de los ochenta y llevó gradualmente a la flexibilización del régimen cambiario en los años noventa.

Durante los ochenta se profundiza la globalización, y la tecnología de las comunicaciones y la regulación en los países desarrollados promueve los movimientos de capital. La crisis de la deuda de América Latina de los ochenta fue el resultado de flujos de capital a finales de los setenta no vistos desde los años veinte, fenómeno que acabó por generar crisis cambiarias y de deuda en la mayoría de los países de la región. El efecto de este fenómeno en Colombia no fue tan desastroso porque el Estado en lugar de endeudarse, hizo pagos netos de deuda durante el gobierno de Alfonso López Michelsen. El manejo del crédito público fue clave en esta época, pues los petrodólares no se reciclaron hacia el

sector privado de los países emergentes sino que fueron de preferencia a los deudores soberanos.

La mala experiencia de los ochenta con los deudores soberanos generó un cambio en el comportamiento de los inversionistas que deseaban reciclar en los noventas ahorro hacia los países emergentes que podían ofrecer buenas tasas de rentabilidad. El sistema financiero internacional resolvió que era más atractivo invertir en el sector privado. Primero hubo flujos de capital para financiar privatizaciones, después crédito para empresas privadas y, finalmente, inversiones de portafolio en papeles públicos y privados.

La recesión en Estados Unidos a comienzos de los noventa disminuyó las alternativas de inversión en Norteamérica y el Federal Reserve bajó las tasas de interés dramáticamente. El capital Norteamericano buscó, entonces, oportunidades de inversión en Suramérica (Calvo et al. 1993).

En el caso colombiano el atractivo para la inversión externa era sustancial, pues los hallazgos petroleros garantizaban estabilidad cambiaria hacia el futuro y una economía dinámica. Los primeros flujos de capital probablemente fueron repatriación de capitales en 1991. Las reservas internacionales aumentaron ese año en US\$ 1876 millones por un crecimiento inusitado de las exportaciones (en parte sobre-facturación) (Steiner, Escobar, 1995). Ya en 1993 los flujos se registran claramente en la cuenta de capital, y la esterilización de la compra de

reservas se vuelve inmanejable. El Gráfico 6 muestra los aumentos anuales en reservas internacionales entre 1990 y 2001.

A principios de 1991, el Banco de la República había tratado de compensar la emisión por compra de reservas con operaciones de mercado abierto. Para vender la cantidad de títulos de participación suficiente para mantener bajo control los medios de pago, las subastas se cortaban a crecientes tasas de interés. Esto atraía aún más capitales del exterior (Gráfico 7).

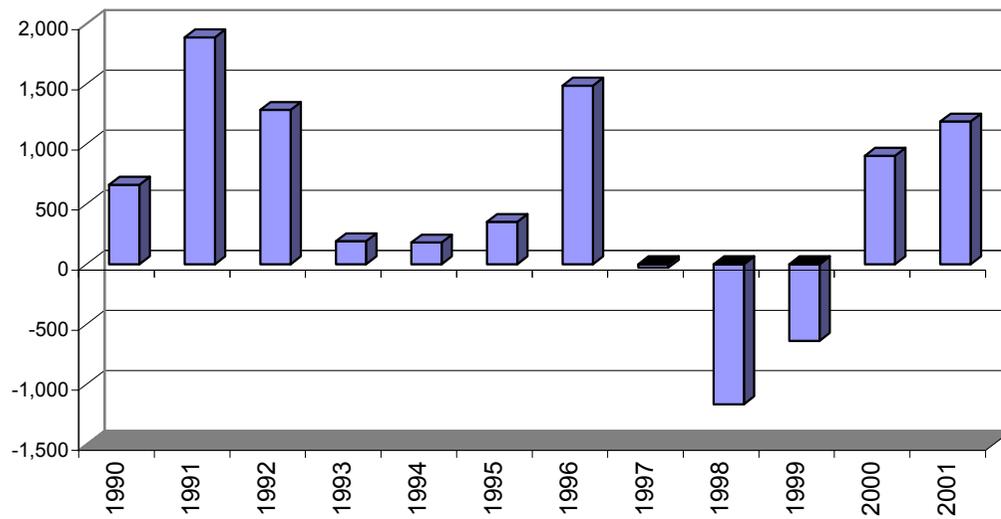
En esa circunstancia la nueva Junta del Banco trata de posponer la monetización de divisas poniéndole plazo a los certificados de cambio, como se había hecho durante la bonanza cafetera en 1977. Quien deseaba liquidar el certificado antes del plazo establecido lo vendía a descuento, y el certificado descontado era el precio utilizado para las estadísticas de tasa de cambio del mercado. Pero el flujo de capitales continuó y entonces la Junta flexibilizó aún más el régimen cambiario, creando el sistema de banda cambiaria.

Como se muestra en Fernández y Urrutia (2.000) esta primera flexibilización fue violentamente criticada. Durante los setenta y ochenta los exportadores se habían convertido en un grupo de presión muy poderoso, y criticaban cualquier medida que implicara una revaluación de la tasa de cambio real. La creación de la banda cambiaria en 1994 aparentemente era una revaluación, pues el centro de la banda se estableció al nivel de la tasa descontada en el mercado del certificado (Gráfico 8).

VARIACION ANUAL DE LAS RIN 1990-2002	
US\$ Millones	
Dic-90	661.6
Dic-91	1,888.1
Dic-92	1,283.9
Dic-93	191.2
Dic-94	180.0
Dic-95	351.5
Dic-96	1,486.6
Dic-97	-27.9
Dic-98	-1,165.3
Dic-99	-637.9
Dic-00	902.1
Dic-01	1,187.7

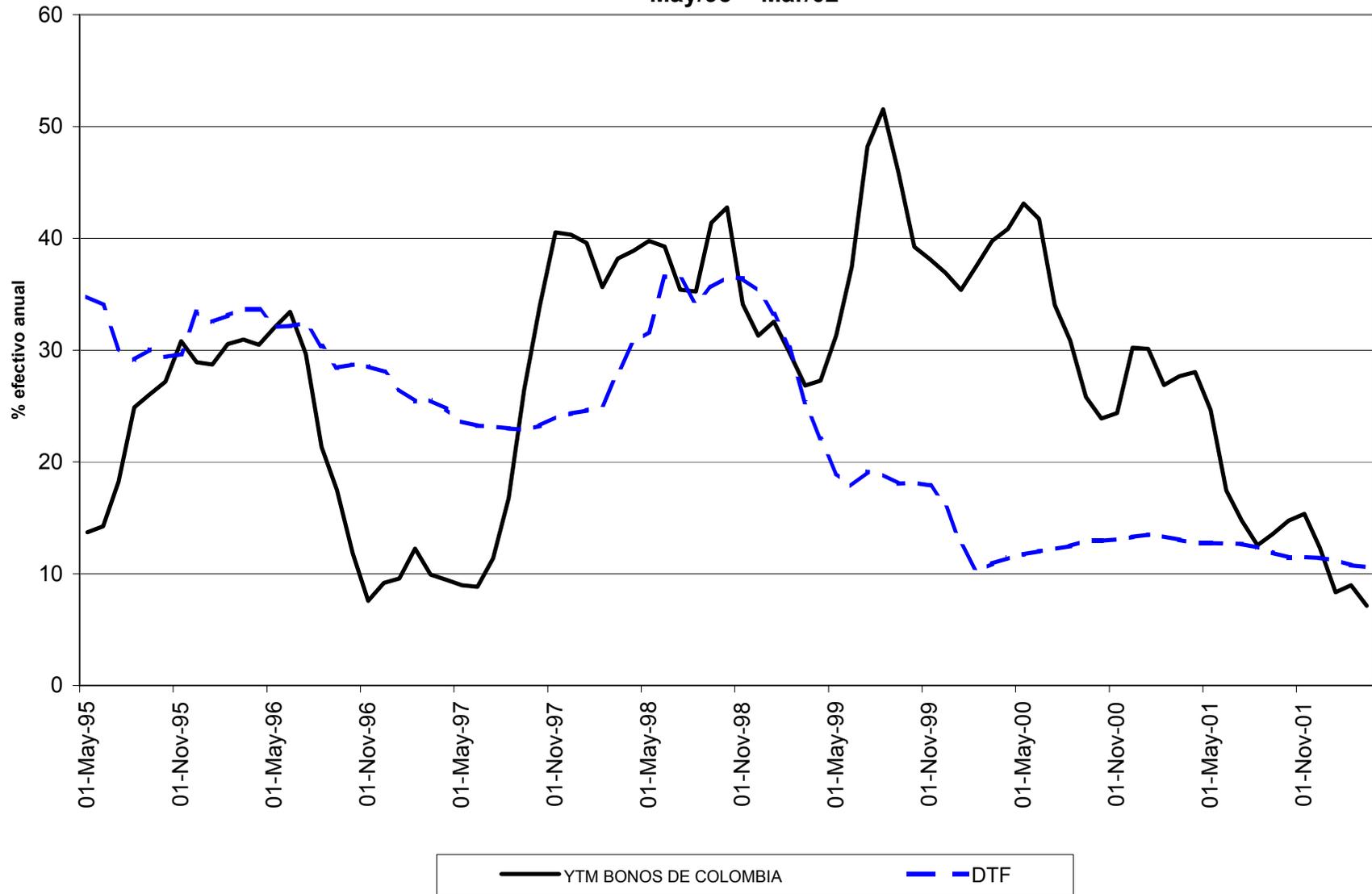
Fuente: Banco de la República

GRAFICO 6
VARIACIÓN ANUAL DE LAS RIN 1990-2001
 (Millones de dólares)



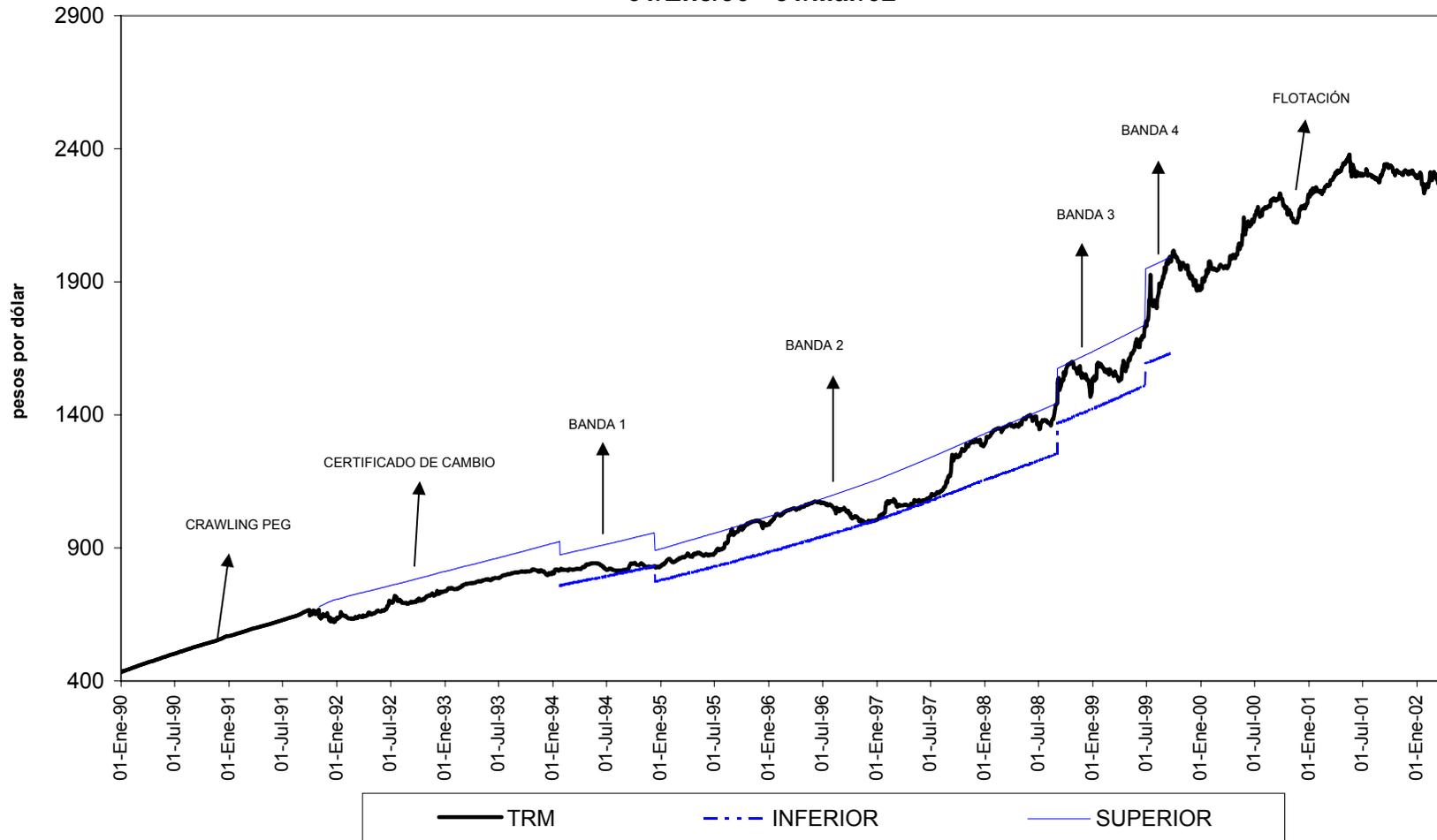
FUENTE: Banco de la República

GRAFICO 7
TASA DE INTERÉS DTF Y TASA DE PARIDAD DE YTM BONOS DE COLOMBIA *
Promedios Mensuales
May/95 - Mar/02



* Bonos a 10 años con cupón 7.25% y vencimiento en el 2004.
 Tasa de Paridad = $(1+r^*) (1+devaluación)$
 r^* = YTM de Bonos de Colombia en el mercado americano.
 Devaluación = Variación porcentual de la TRM del mes con respecto al mismo mes del año anterior.

GRAFICO 8
TASA DE CAMBIO NOMINAL
01/Ene/90 - 31/Mar/02



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria

La creación de la banda cambiaria flexibilizó la tasa de cambio, y se pasó por primera vez en décadas a un régimen en que el Banco de la República no fijaba la tasa de cambio y no compraba ni vendía divisas a un precio fijo. Ese paso fue fuertemente criticado por los exportadores, pero se logró un mayor control de los agregados monetarios y del crédito, el cual venía creciendo a tasas muy altas.

En 1992-93 creció mucho la base monetaria, pero también creció la demanda por dinero, pues los colombianos trasladaron una parte importante de su portafolio en dólares a pesos. El alto crecimiento en los agregados monetarios no era inflacionario en la medida en que se diera esta mayor demanda por dinero. El crecimiento en la base llevó la tasa de interés a niveles reales muy bajos pero en ese momento eso era parte de la estrategia para reducir los ingresos de capital.

Dadas las previsiones sobre flujos de capital y futuras exportaciones de petróleo, nadie planteaba la eliminación de la banda cambiaria, pues esto implicaría una fuerte revaluación. La banda garantizaba limitar la revaluación. El régimen funcionó bastante bien, pues evitó una corrida contra el peso durante la crisis política en el gobierno de Samper, y una fuerte revaluación en la época de las privatizaciones en 1996. También evitó una burbuja especulativa contra el peso a raíz de la incertidumbre política durante las elecciones de 1998.

Dado el choque a los términos de intercambio y la disminución de los flujos de capital generados por la crisis asiática, la Junta consideró que había cambiado

la tasa de cambio de equilibrio y devaluó la banda cambiaria en septiembre de 1998. La crisis rusa intensificó el retiro masivo de capitales de los países emergentes, lo cual volvió a presionar la banda cambiaria en 1999 y llevó a la venta de reservas. La Junta acordó devaluar la banda cambiaria en junio de 1999, pero convencida que la especulación contra el peso requería una política de austeridad fiscal creíble, obtuvo el visto bueno del Presidente de la República para iniciar negociaciones con el Fondo Monetario Internacional de un paquete de ajuste macroeconómico. El día en que el Fondo aprobó el paquete de ajuste, fue posible flotar la tasa de cambio sin que ésta se disparara, como había ocurrido en México, Tailandia, Indonesia, y Corea cuando se inició la flotación en esos países, y como ocurriría en Brasil en el año 2000 y en Venezuela y Argentina en el año 2002 (Gráfico 8).

Dado el poder de los exportadores, es claro que el paso hacia la flotación solo se podía dar cuando las expectativas eran que la flotación generara devaluación. Pero la devaluación nominal tenía que ser controlada para que no se perdiera la fe en la moneda, como ocurrió en Ecuador y recientemente en Argentina.

Un comentario adicional: el manejo monetario fue particularmente difícil en los noventa porque el Estado financió un creciente déficit fiscal y un aumento del gasto público con endeudamiento externo y privatizaciones financiadas en divisas. Los flujos de capital así generados se sumaron a los destinados al sector privado,

generándose así fuertes tendencias revaluacionistas que el Banco de la República solo pudo mitigar parcialmente.

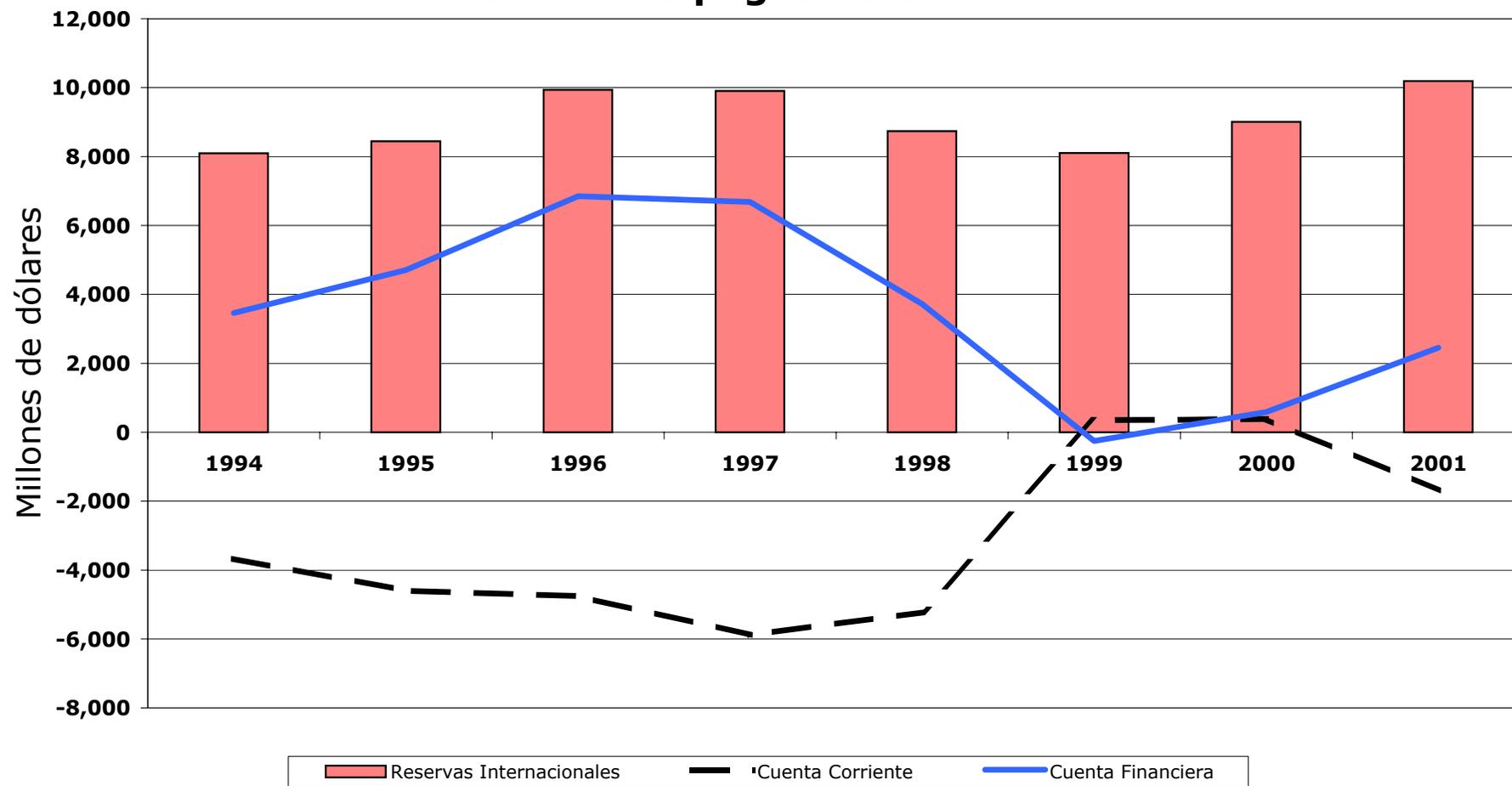
La recesión de 1999

Se ha discutido mucho la profundidad de la recesión de 1999, y sus causas. La explicación más simple es que en el primer trimestre de 1998 existía un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de 8% del PIB, y que a raíz de las crisis asiática y rusa el mercado internacional dejó de financiar ese déficit. En el segundo trimestre de 1999 la cuenta corriente estaba en equilibrio. Esto quiere decir que en el corto plazo de 15 meses el gasto en la economía tuvo que caer 8% del PIB. Una reducción de esa magnitud en la demanda agregada tenía que generar una recesión profunda (Gráfico 9).

El ajuste se hizo con una caída dramática en importaciones. Estas cayeron debido a la devaluación y a una caída en la demanda. La devaluación fue generada por la caída en los flujos de capital y el encarecimiento del endeudamiento externo. Por un aumento en la prima de riesgo de Colombia, aumentó la tasa de interés, lo cual también redujo la demanda agregada (Gráfico 10).

Parte de la virulencia de la recesión de 1999 se debió a que la totalidad del ajuste tuvo que hacerlo el sector privado. Mientras éste reducía dramáticamente

GRAFICO 9
Balanza de pagos de Colombia



FUENTE: Banco de la República

GRAFICO 10
Spreads de los Bonos República de Colombia sobre los Bonos del Tesoro



FUENTE: MHCP - DGCP

su nivel de gasto, el sector público aumentó sus gastos en términos reales (Gráfico 11).

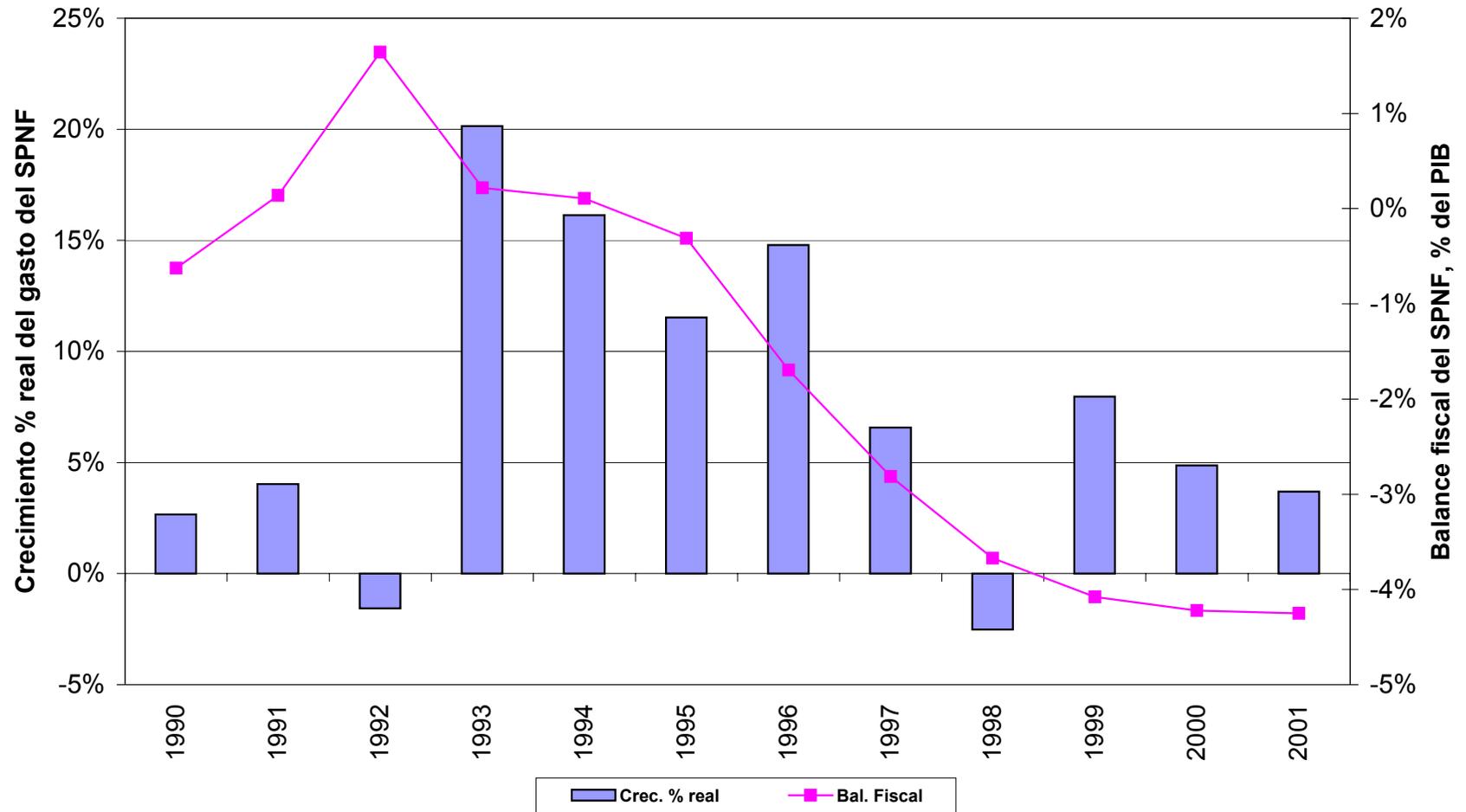
El papel de la política monetaria en el proceso recesivo es interesante. En diciembre de 1997 la Junta estableció la meta de crecimiento de la base monetaria en 16% para 1998, pero dada la venta de reservas, la base ajustada terminó creciendo 8.1%. En diciembre de 1998 se estableció el corredor monetario de 1999 con un crecimiento de 28.4%, y la base ajustada creció 24.83%. El PIB nominal acabó creciendo 15.4% en 1998, y 7.9% en 1999, muy por debajo del crecimiento de la oferta monetaria. Esto sugiere una política monetaria restrictiva en 1998 y expansiva después de ese año (Cuadro 2).

Una de las características de la recesión de 1999 fue lo inesperada que resultó su intensidad. En 1998 el gobierno esperaba un crecimiento de la economía el año siguiente de 2%, y los analistas externos y locales en febrero consideraban que la inflación superaría la meta de 15% de la Junta.

En este aspecto el reciente ensayo de Clavijo (2002) es inexacto. En la tabla 2 sobre metas económicas y resultados, aparece que la meta de crecimiento del PIB en 1999 era -3.5%. Para 1999 la meta de crecimiento del PIB acordada en el Conpes fue de 2%⁴. El PIB cayó 4.1% porque el ajuste de gasto del sector privado fue mucho más abrupto de lo que la mayoría de los observadores habían

⁴ DNP, Balance Macroeconómico y Perspectivas para 1999, Dic.18, 1998 (Documento 3020, 1998).

GRAFICO 11
SPNF: Balance fiscal y crecimiento real del gasto 1/



1/ Corresponde a operaciones efectivas de caja del Sector Público No Financiero neto de transferencias.
 FUENTE: DNP y CONFIS

CUADRO 2
Crecimiento Monetario y del PIB nominal

Crecimiento base ajustada		Crecimiento PIB nominal	
1997	26.20	1997	20.85
1998	8.10	1998	15.43
1999	24.83	1999	7.89
2000	16.75	2000	14.62
2001	13.81	2001	10.44

FUENTE: Banco de la República y DANE

considerado probable. La razón fue que el mercado internacional no refinanció los préstamos privados que se vencían y el temor a la devaluación llevó a las empresas a acelerar sus pagos al exterior. Adicionalmente, el gasto público no hizo una contribución al ajuste y hubo un deterioro en los términos de intercambio que repercutió negativamente sobre el ingreso nacional y la demanda agregada.

El otro factor que generó la recesión de 1999 fue la crisis financiera producida por el final de la burbuja especulativa de finca raíz (Urrutia, 1999). La caída en los precios de la finca raíz a partir de 1995 llevó a un deterioro en la cartera del sistema financiero, con el resultado que los intermediarios financieros percibieron un incremento en el riesgo de los préstamos y restringieron su cartera (Gráfico 12). Adicionalmente, salió a flote la inviabilidad de la banca oficial, fenómeno que también redujo el crédito bruto del sistema. Esta reducción en crédito también disminuyó la demanda agregada en la economía. Los fallos de la Corte Constitucional sobre la UPAC y las deudas hipotecarias también aumentaron la percepción de riesgo de crédito, al igual que las reglamentaciones de la Superintendencia Bancaria sobre tasa de usura, y contribuyeron a la caída en el crédito (Gráfico 13).

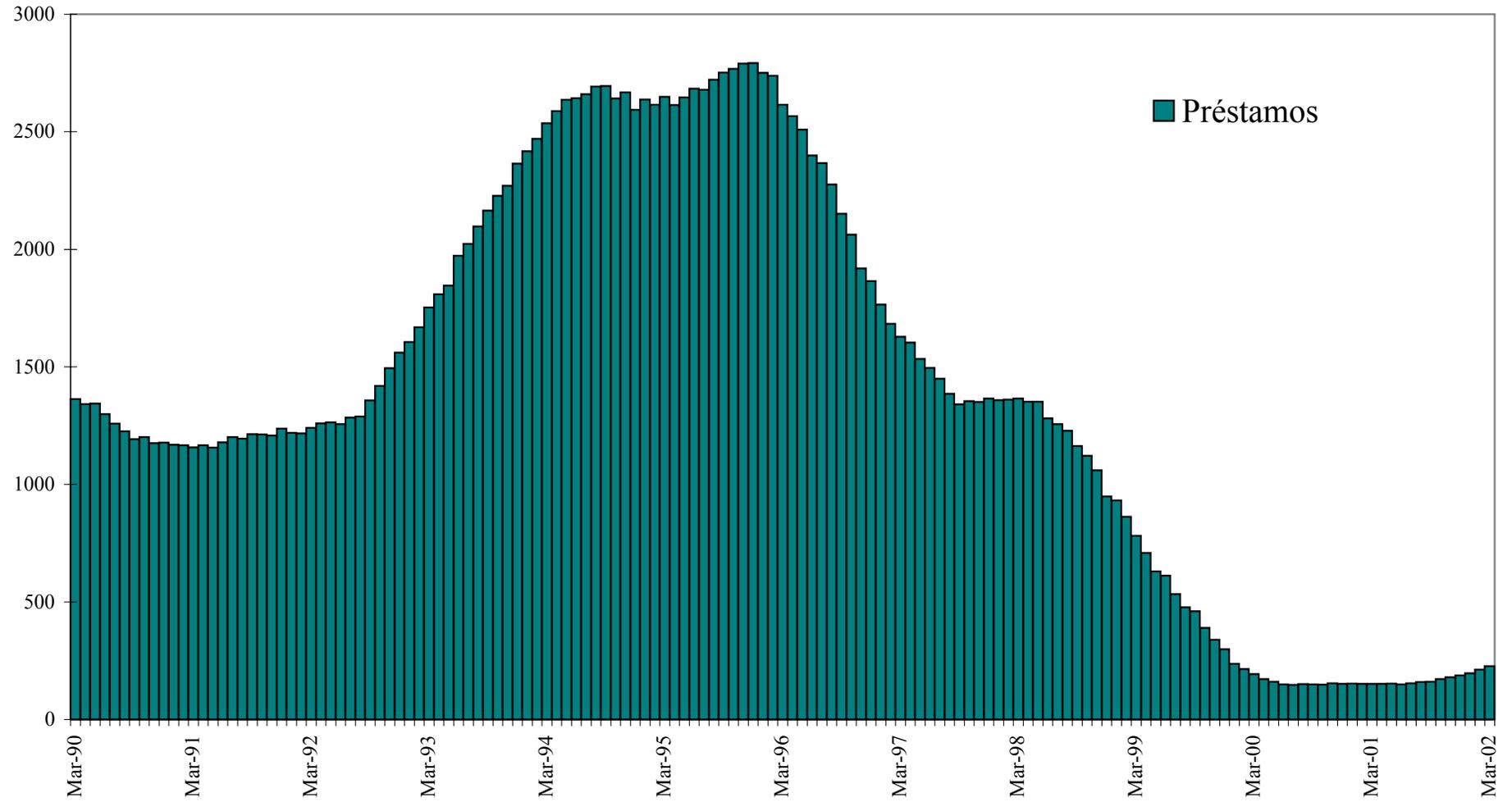
El esquema de inflación objetivo

A medida que la inflación fue reduciéndose y el mercado interbancario volviéndose más eficiente, el Banco comenzó a considerar un cambio de estrategia monetaria.

GRAFICO 12

Préstamos reales desembolsados a los constructores de vivienda (Últimos 12 Meses - en MM de \$ reales de diciembre de 1998)

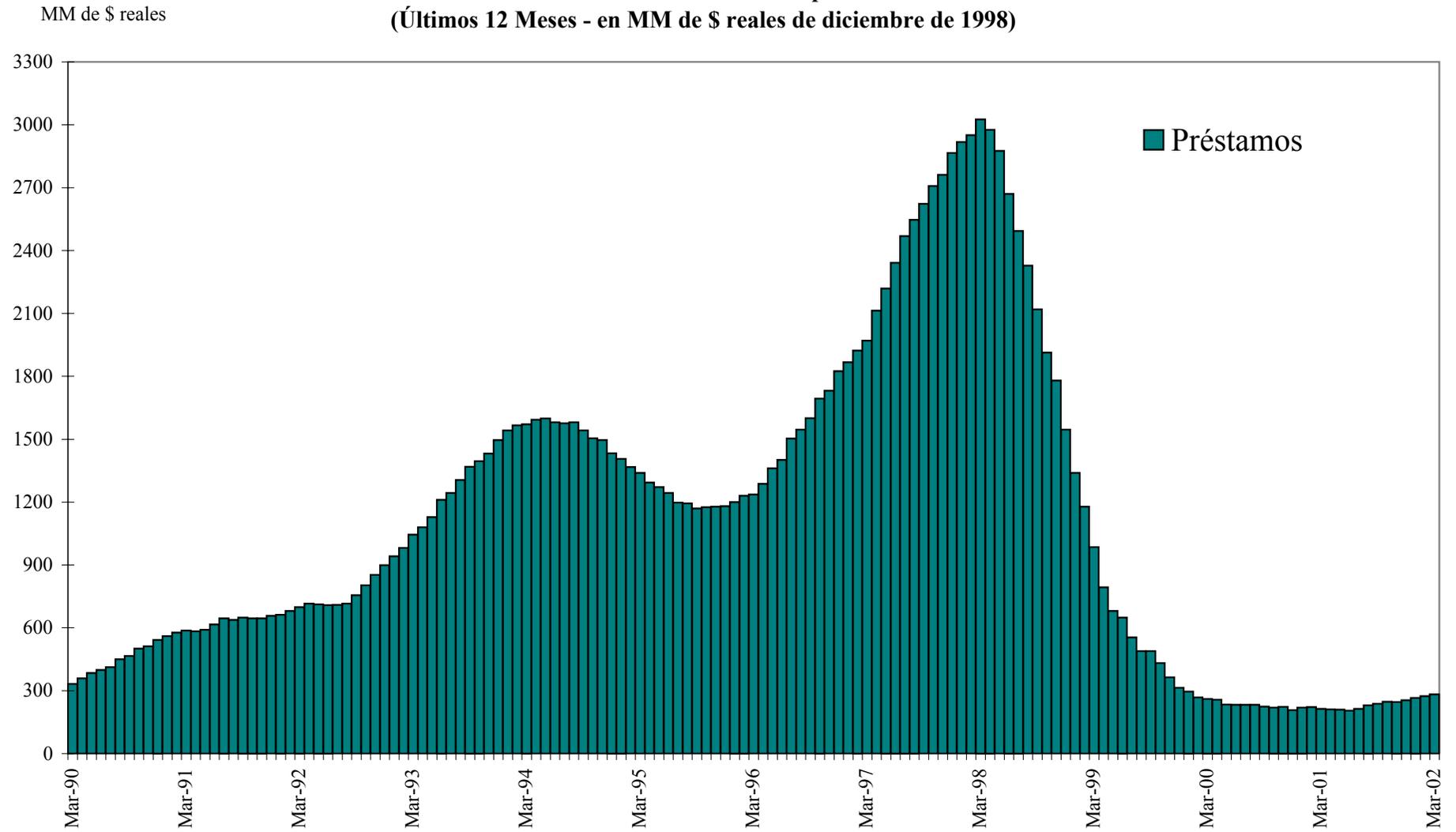
MM de \$ reales



Fuente: ICAV

GRAFICO 13

Préstamos reales desembolsados a los compradores de vivienda (Últimos 12 Meses - en MM de \$ reales de diciembre de 1998)



Fuente: ICAV

El gran reto que se planteó al Departamento de Investigaciones Económicas desde 1992 fue desarrollar modelos para la predicción de la inflación. Al principio los modelos que mejor predecían eran modelos de series de tiempo, y en particular de tipo Arima, pero la desventaja de estos modelos es que no tienen variables de política y son autoregresivos. Los modelos monetarios no predecían bien, y todos los modelos tenían un componente importante de inercia inflacionaria. Para las decisiones de política no era muy útil concluir que la inflación del pasado determinaba la inflación futura.

En la primera parte de la década, se calculaban modelos de demanda de dinero, y con base a éstos se elaboraban corredores de seguimiento semanal de la base monetaria.

Después de un viaje a Escandinavia en 1995, para estudiar la experiencia de países con estrategia monetaria de inflación objetivo, José Dario Uribe ensayó un modelo en que las variables independientes eran la tasa de cambio y los salarios, y el modelo dio resultados interesantes unos trimestres, pero después dejó de ser un buen predictor hasta el año 2000, cuando volvió a dar resultados interesantes. También se estimaron versiones simples de curva de Phillips y un modelo monetario tipo Fama. En los años siguientes se desarrolló una familia de modelos con variables monetarias y la diferencia entre PIB potencial y PIB observado, los cuales comenzaron a producir proyecciones de mejor calidad

(López, E. y Misas, M., marzo 1999; Misas, M., López E., y Melo, L.F., octubre 1999).

También se desarrollaron nuevas medidas de inflación básica, y se incorporaron datos de clima en los modelos que predicen la inflación de alimentos. Finalmente, se desarrolló un modelo completo de oferta y demanda agregada para economías abiertas, en la tradición de los modelos empleados por el Banco de Inglaterra, que se ha estado usando en los últimos dos años (Gómez y Julio, 2001).

El perfeccionamiento de los modelos de predicción de inflación fue una condición necesaria para adoptar formalmente la metodología de meta de inflación.

La aplicación del modelo de meta de inflación con la metodología de predicciones de la inflación como elemento de juicio para las decisiones de política monetaria, se puso en vigencia en 1995. El Informe de Inflación se produjo internamente durante varios trimestres, y en 1998 se comenzó a publicar. En el Informe de la Junta Directiva al Congreso de julio de 1996, se anunció cómo el Banco estaba trabajando para hacer operativo el esquema de meta final de inflación⁵.

⁵ Informe al Congreso, julio 1996, p. 26.

El esquema de inflación objetivo (Gómez, Uribe, Vargas, 2002) con tasa de cambio flotante es muy adecuado para las actuales circunstancias, especialmente porque hay relativa calma en el lado cambiario. Este esquema, en que la principal variable instrumental es la tasa de interés, no funciona bien si existen grandes desequilibrios en las cuentas externas.

Vale la pena comentar que políticamente el esquema no está todavía totalmente aclimatado. Tan pronto comenzó a revaluarse la tasa de cambio real, a partir de junio del año 2001, empezaron a surgir las críticas al régimen de flotación. Todavía falta tiempo y educación para que se legitime la flotación cambiaria.

La prueba de fuego del nuevo régimen cambiario vendrá cuando un creciente déficit en la cuenta corriente o de capitales presione la tasa de cambio, y sea necesario endurecer la política monetaria para evitar que una devaluación abrupta reviva la inflación. Otro evento que puede poner a prueba el esquema de meta de inflación es si los flujos de capital presionan fuertemente la tasa de cambio hacia la revaluación. En esa situación, los exportadores presionarían la intervención del Banco Central. En ese caso se perdería la autonomía de la política monetaria.

Es importante hacer una labor didáctica para demostrar las ventajas de un régimen de flotación en un ambiente de estabilidad de precios, pues este tipo de

esquema le da la posibilidad a la política monetaria de actuar de manera contracíclica.

Lo que sí es claro es que ningún régimen cambiario puede garantizar crecimiento económico si el gobierno mantiene déficit fiscales insostenibles. En su conferencia en Bogotá en el Banco de la República el 14 de noviembre de 2001, Stanley Fischer comentó que la flotación cambiaria no eliminaba el peligro de crisis cambiaria en los países. La posibilidad de una crisis de deuda subsiste en cualquier régimen cambiario.

Durante toda la última década la política fiscal ha dificultado el manejo monetario. Entre 1993 y 1996, con los flujos de capital y las perspectivas de la bonanza petrolera, la política fiscal correcta habría sido la de producir un superávit fiscal y reducir el nivel de la deuda externa. Infortunadamente en lugar de generarse un superávit fiscal, se generaron flujos adicionales de divisas por endeudamiento externo y uso de las divisas de privatizaciones para gasto público. Esto causó la revaluación en la tasa de cambio real.

La política fiscal fuertemente expansiva entre 1993 y 1997 en plena bonanza de inversión petrolera y de construcción (Gráfico 11) dificultó mucho la política monetaria e hizo crecer la demanda agregada por encima del potencial productivo de la economía. Esto generó un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos que posteriormente fue el factor que llevó a la recesión una vez se reversaron los flujos de capital.

Por otra parte, el crecimiento permanente de la deuda pública entre 1995 y 2001 debido a los déficit fiscales hizo difícil hacer una política fiscal contracíclica después de la crisis asiática (Cuadro 3).

Conclusión

En un período relativamente corto de tiempo el Banco de la República rompió con una tradición de 70 años de régimen de tasa de cambio fija, con el fin de crearle mayor autonomía a la política monetaria y hacer posible el logro de tasas de inflación más parecidas a las internacionales. La menor inflación ha hecho posible el incipiente desarrollo de un mercado de capitales que será fundamental para el desarrollo futuro de la economía, siempre y cuando se mantenga lo logrado en materia de inflación.

Pero éste y cualquier régimen cambiario sólo pueden producir estabilidad y las condiciones para el crecimiento económico si la sociedad apoya una política fiscal en que todas las obligaciones del Estado se financien sanamente con contribución de todos los ciudadanos, pero en particular de quienes tengan mayor capacidad de contribuir.

Bogotá, abril 10, 2002

**CUADRO 3
DEUDA BRUTA DEL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO ***

	INTERNA	EXTERNA**	TOTAL	INTERNA	EXTERNA	TOTAL	INTERNA	EXTERNA	INTERNA	EXTERNA	TOTAL
	(Miles de Millones de Pesos)			(Porcentaje del PIB)			(Participación)		(Tasa de Crecimiento Nominal Anual)		
Dic-95	9,928.6	12,017.8	21,946.4	11.8	14.2	26.0	45.2	54.8			
Dic-96	12,679.4	13,018.3	25,697.7	12.6	12.9	25.5	49.3	50.7	27.7	8.3	17.1
Dic-97	18,774.3	17,743.6	36,517.9	15.4	14.6	30.0	51.4	48.6	48.1	36.3	42.1
Dic-98	23,946.4	24,721.4	48,667.9	17.0	17.5	34.5	49.2	50.8	27.5	39.3	33.3
Dic-99	30,604.3	33,129.6	63,734.0	20.5	22.2	42.8	48.0	52.0	27.8	34.0	31.0
Dic-00	42,099.9	42,155.5	84,255.5	24.8	24.8	49.6	50.0	50.0	37.6	27.2	32.2
Dic-01	50,595.6	50,946.1	101,541.7	27.0	27.2	54.2	49.8	50.2	20.2	20.9	20.5

* Deuda Bruta: Incluye las obligaciones entre entidades del Sector Público No Financiero.

** Incluye operaciones de Leasing y Titularización.

Fuente: SGEE, Banco de la República

BIBLIOGRAFIA

Banco de la República, Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, julio 1996.

Banco de la República, Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, julio 1997.

Calvo, Guillermo, L., Leiderman, y C. Reinhart, 1993 “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The role of External Factors”. International Monetary Fund Staff Paper, (40) March 105-51.

Clavijo, S. (2002) “Política Monetaria y Cambiaria en Colombia: Progresos y Desafíos (1991-2002)” Banco de la República, Borradores de Economía No. 201.

Fernández, C., y Urrutia, M., (2000) “La Opinión Pública y la Política Cambiaria”. Coyuntura Económica.

Gómez, J., Uribe, J.D., y Vargas H., “ The implementation of inflation targeting in Colombia” (Banco de la República Borradores de Economía No. 202”).

Gómez Restrepo, Carolina (1996) “Movilidad de Capital en la Economía Colombiana: Período 1970-94.” Ensayos de Economía No. 11, vol. 7, Dic. 1996 (Medellín; Universidad Nacional).

Gómez, J; y Julio, J. M (2001) “Transmission Mechanisms and Inflation Targeting: the case of Colombia’s desinflation”. Banco de la República, Borradores de Economía No. 168.

López, E., y Misas, M., “Un Examen Empírico de la Curva de Phillips en Colombia” Banco de la República, Borradores de Economía, No.117.

Misas, M., Posada, CE., Vásquez, D.M. (2001). “ Está determinado el nivel de precios por las expectativas de dinero y producto en Colombia?”. Banco de la República, Borradores de Economía, No. 191.

Misas, M., López E., y Melo L.F., (octubre de 1999) “La Inflación desde una perspectiva monetaria : un modelo P* para Colombia”. Banco de la República, Borradores de Economía No. 133.

Steiner, R., y Saavedra, L. A., (1992) “ La Tasa de Interés Interbancaria y su Relación con la Tasa de Tres Meses”. Asociación Bancaria, Banca & Finanzas, No. 26, Oct- Dic.

Steiner, R., y Escobar Andrés (1995) “Acumulación de Reservas Internacionales: sus causas y efectos en el caso colombiano” (CEPAL, Santiago de Chile).

Urrutia, M (1993) “Colombia” J. Williamson, J. (ed.) The political economy of Policy Reform, (Washington, Institute for International Economics).

Urrutia, Miguel (1998) “Historia del Banco de la República y la Inflación”. Revista del Banco de la República No. 850, agosto.

Urrutia, Miguel (1999) “Antecedentes de la Recesión y Estrategia de Reactivación”. Revista del Banco de la República, (mayo).