



EL BANCO DE
LA REPÚBLICA
**Y EL DESARROLLO
ECONÓMICO**

Salomón Kalmanovitz

EL BANCO DE LA REPÚBLICA Y EL DESARROLLO ECONÓMICO

Salomón Kalmanovitz *

Decano de la Facultad de Economía de la
Universidad Jorge Tadeo Lozano

EL BANCO CENTRAL Y EL DESARROLLO

El papel que cumple el banco central en el desarrollo económico es fundamental. Es difícil concebir un proceso de acumulación de capital sostenible en el tiempo sin estabilidad macroeconómica, la cual implica tanto un nivel de precios bajo y predecible como un equilibrio de la balanza de pagos. El Emisor debe regular la oferta monetaria de tal forma que sea suficiente para lubricar los procesos de producción e inversión, pero no excesiva, con el fin de reducir así el riesgo de inflación generalizada, y no menos de la inflación de activos. El banco central debe facilitar la profundización del crédito en la economía, lo que a su vez exige estabilidad financiera, que los bancos comerciales sean manejados con prudencia y que sean adecuadamente supervisados por el regulador. Otra tarea del banco central es mantener la estabilidad de la balanza externa, para lo cual requiere de ciertos instrumentos

como la acumulación de reservas y controles de capital y escoger el régimen de cambios que mejor se adapte a las condiciones de la economía del país. En períodos de aguda escasez de divisas, el banco central debe recurrir a políticas contractivas que frenen la demanda por importaciones, disminuyan las presiones devaluatorias que son al tiempo inflacionarias, con lo cual se contribuya así a restaurar el equilibrio externo y el de los precios.

La política monetaria debe ser contracíclica, pues así contribuye a un mayor crecimiento en el largo plazo, al suavizar el ciclo económico, prolongando los auges y acortando las recesiones. Es claro que el banco central actúa en combinación con el gobierno y que una política monetaria que no esté adecuadamente apoyada por la política fiscal va a tener logros más limitados en materia de inflación, del balance externo y de atenuar el ciclo de los negocios y, por tanto, en el mismo desarrollo económico.

* Salomón Kalmanovitz fue codirector de la Junta Directiva del Banco de la República durante el período 1993-2005.

No menos importante es el papel que cumple el banco central como prestamista de última instancia, el cual le permite a un país enfrentar de mejor manera una crisis económica y financiera. Frenar una estampida de capital, intervenir bancos que experimenten corridas de depósitos y financiar al gobierno cuando sus ingresos tributarios caen abrumadoramente. Algunas de estas funciones son del resorte de instituciones afines, como la superintendencia del sistema financiero y el fondo de garantías que, actuando de consuno, le pueden ahorrar a una sociedad años de sufrimiento y de contracción económica.

La profundización financiera de la economía permite que el ahorro sea mayor y que financie más inversiones, vivienda o consumo de los hogares. En este sentido, el banco central puede contribuir a establecer sistemas de crédito que incentiven el ahorro, mediante políticas de tipo de interés real que aumenten el ahorro financiero, y una competencia con un suficiente número de jugadores en el mercado que presionen los márgenes de intermediación hacia abajo, aunque esto, sin lugar a dudas, es más responsabilidad del gobierno central y del supervisor del sistema financiero.

EL DESARROLLO ECONÓMICO DE COLOMBIA EN EL LARGO PLAZO

CUADRO No.1 **CRECIMIENTO PORCENTUAL DEL PIB REAL Y DE LA POBLACIÓN**

Fuente: Urrutia et al. (2004) y cálculos del autor

PERÍODO	PIB REAL	POBLACIÓN	PIB PER CÁPITA
1810 - 1900	1,8	1,7	0,1
1905 - 2000	4,6	2,3	2,2
1905 - 1924	5,4	2,0	3,4
1925 - 1950	4,4	2,2	2,2
1950 - 1975	4,9	2,9	2,1
1975 - 2000	3,5	2,2	1,3
2000 - 2012	4,5	1,2	3,3

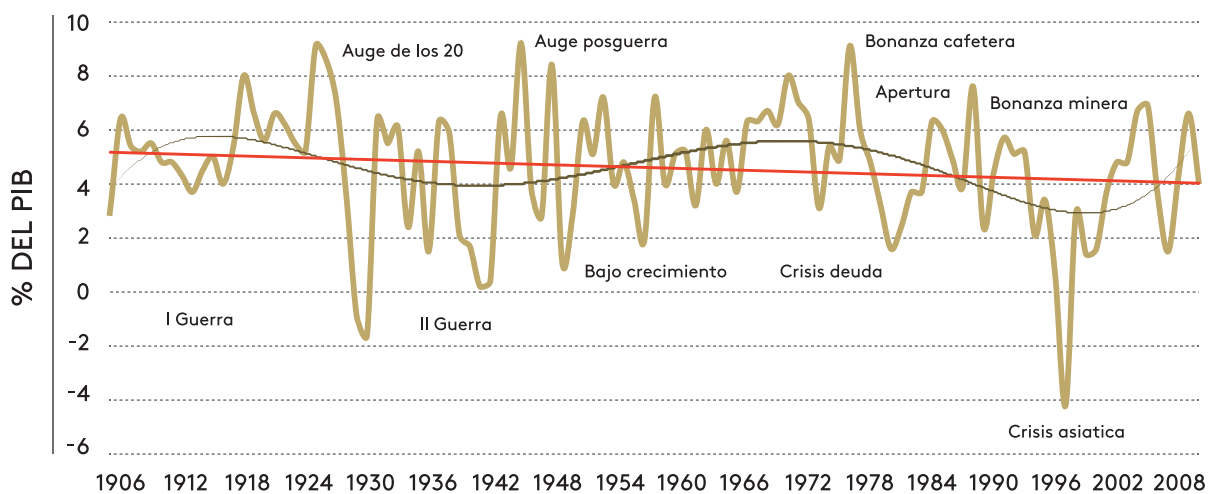
El desarrollo económico o el aumento de la riqueza nacional los entendemos, según la visión primigenia de Adam Smith, como un aumento sostenido de la división del trabajo, de su especialización y, en consecuencia, de la productividad. La riqueza nacional aumenta, entonces, como resultado de una mejor combinación de factores productivos o del uso de factores no utilizados, o intensificando los poco explotados que dan lugar a aumentos del producto por habitante. La manufactura se presta mejor que la agricultura a la división y subdivisión de tareas en manos de operarios que, trabajando aisladamente, producirían una fracción de lo que resulta de agruparlos, dividir las labores y especializarlas, supervisarlos y además potenciar su energía mediante maquinaria.

En la historia económica de las Américas, la vinculación al mercado mundial fue un paso fundamental que permitió explotar recursos naturales y la agricultura, lo que a su vez permitió iniciar procesos de rápida urbanización,

financiar la construcción de infraestructura de transporte, energía y agua potable, y aumentar la cobertura de la educación; además de crear un mercado interno y sentar las bases de la industrialización. Cada uno de estos elementos contribuyó a fuertes aumentos de la productividad: la división campo/ciudad concentró industria y servicios en las urbes que revolucionaron las técnicas de producción y facilitaron la prestación de servicios públicos a su población; la infraestructura redujo los costos de transporte, lo que lubricó el aumento del comercio exterior e interno; la energía eléctrica aumentó la productividad del trabajo, desatada por la maquinaria, mientras que el agua potable y la mejor alimentación contribuyeron a una población más sana y mejor educada, que terminó siendo cada vez más productiva. Estos procesos tuvieron sus altibajos en los que confluyeron la volatilidad de los términos de intercambio, instituciones poco amigables frente al desarrollo de los mercados, la insuficiente formación de capital humano y problemas de economía política.

GRÁFICO No. 1 CRECIMIENTO ECONÓMICO

Fuente: Robinson, Urrutia (2007) y cálculos del autor

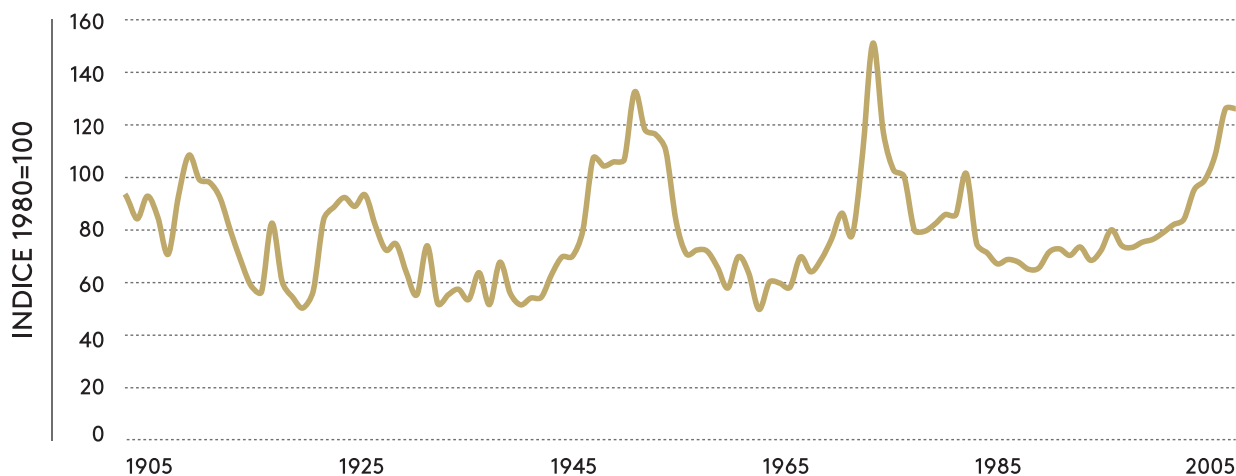


En el caso colombiano la incapacidad de vincularse en forma sostenida al mercado mundial durante el siglo XIX explica que el crecimiento económico haya sido vegetativo, muy cercano al aumento de la población y, por tanto, que el incremento del producto por habitante (que es una proxi de productividad) hubiera sido mínimo (0,1% anual). La historia del siglo XX es muy distinta: entre 1905 y 2000 el producto por habitante aumentó al

2,2% anual, o sea que la expansión de la productividad fue 22 veces superior a la obtenida durante el siglo XIX. Los crecimientos más elevados del producto se obtuvieron en los períodos marcados por aumentos de las exportaciones y términos de intercambio favorables: 1905-1924 (3,4% de aumento anual del producto interno bruto [PIB] por habitante) y 2000-2012 (3,3% anual) (Gráfico 2)

GRÁFICO No.2 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

Fuente: Cálculos Banco de la República



En la primera fase se trató de una economía cafetera que utilizó tierras de baja productividad para otras actividades, pero que resultaron adecuadas para aumentar rápidamente sus exportaciones con base en una nueva división del trabajo de la familia campesina, entre pan coger, el café y cultivos de sombrío. Las exportaciones financiaron infraestructura,

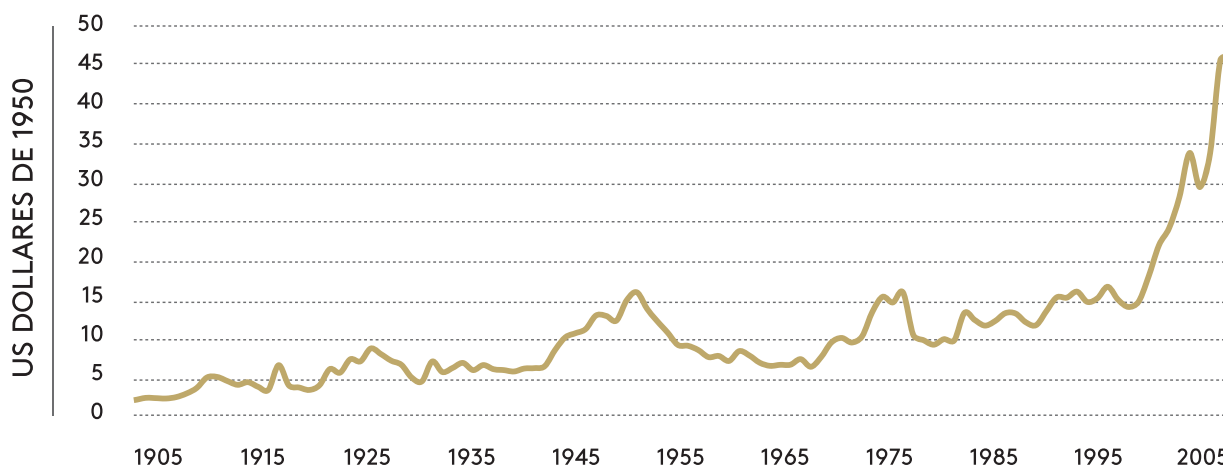
maquinaria y equipo de transporte, al tiempo que los cultivadores del grano y sus jornaleros constituyeron la base de un mercado interno bastante dinámico. Todos estos elementos conjugados contribuyeron a una creación inusitada de riqueza en la sociedad colombiana. El impulso para el desarrollo se mantuvo relativamente hasta la década de los cincuenta

que fue de lento crecimiento, y en la de los ochenta, cuando el mercado cafetero mundial se desregula, entran países de salarios inferiores al colombiano a competir en ese mercado, por lo que no se observan aumentos de productividad ni se diversifican las variedades sembradas, y por esta vía se marchita la eco-

nomía agroexportadora, empobreciendo las regiones productoras, otrora las más prósperas del país. En esta fase, el Banco de la República y las autoridades económicas estuvieron influidos por la llamada Escuela de Manizales, la cual apoyó el modelo agroexportador mediante políticas cambiarias que propiciaron la devaluación de la tasa de cambio.

GRÁFICO No.3 EXPORTACIONES POR HABITANTE

Fuente: Robinson, Urrutia (2007) y cálculos del autor



La otra fase de alto crecimiento más reciente se basa en la minería y los hidrocarburos, caracterizada por procesos a cielo abierto en la explotación del carbón, del oro y del níquel que utilizan maquinaria pesada y explosivos para movilizar enormes cantidades de material que se procesa y filtra de manera industrial, lo cual constituye también un aumento sustancial de la productividad del sector. La explotación petrolera y de gas, liderada por una empresa pública, ha obtenido buenos resultados exploratorios y ha reducido los costos de explotación y de transporte de com-

bustible por medio de una red de poliductos. La mejora en los términos de intercambio fue sustancial en el período 2003-2012, lo cual es palpable en la evolución de las exportaciones reales por habitante (Gráfica 3). A pesar de esto, el auge de recursos naturales no ha redundado en una reducción de los costos de transporte para el país, pues el precio interno del combustible se fija de acuerdo con las cotizaciones internacionales del petróleo; no obstante, sí lo han hecho los costos de combustible para el hogar y para el transporte que utiliza el gas natural. Mientras la mine-

ría es fundamentalmente privada y extranjera, dejándole menos excedentes al país, los hidrocarburos han producido mayores rentas que han sido capturadas por el Estado y todos los colombianos. Por comparación, si la primera fase de desarrollo basada en el café fue expansiva para toda la economía, la última ha sido menos pródiga, puesto que las inversiones extranjeras y los ingresos por exportaciones revaloraron la tasa de cambio y frenaron el crecimiento de la industria y de la agricultura, aunque impulsaron con mucha fuerza la producción de bienes y servicios no transables. Las exportaciones por habitante crecieron rápidamente durante estos dos ciclos expansivos, pero fueron particularmente elevadas en el período 2010-2012.

En las demás fases de desarrollo de la economía colombiana se obtuvieron aumentos de productividad más modestos, del 2,2% anual entre 1925 y 1975, aunque entre 1950 y 1975 la tasa de crecimiento de la economía aumentó al 4,9% anual, pero en 2,1% lo hizo la productividad, debido a la fuerte expansión producida por la transición demográfica; entre 1975 y 2000 la productividad aumentó solo 1,3% anual por un estancamiento relativo de las exportaciones, términos de intercambio desfavorables y un desarrollo industrial que fue perdiendo dinamismo. Se destacan tres grandes crisis internacionales que afectaron la economía colombiana: la Gran Depresión (1929-1934), que fue superada por Colombia rápidamente; la denominada crisis de la deuda latinoamericana (1980-1985), que ralentizó la economía pero sin contracción del producto, y el colapso de los mercados emergentes (1998-2002), que fue la crisis más severa experimentada por Colombia en toda su historia

moderna. En cada una de ellas el Banco de la República desempeñó un papel importante en frenar las crisis y propiciar una recuperación económica mediante políticas monetarias expansionistas, una vez superadas las fases de pánico y salida de capitales.

EL BANCO DE LA REPÚBLICA Y EL DESARROLLO ECONÓMICO

El Banco de la República ha ejecutado distintas políticas en torno al papel que debía asumir frente al desarrollo económico del país. Ha pasado de ser un banco semipúblico, basado en un patrón oro limitado, desde su fundación (1923) hasta 1931, cuando se apartó de él, convirtiéndose en un banco relativamente pasivo que mantuvo sus tasas de redescuento en niveles bajos durante dos décadas. En 1951 el Emisor fue nacionalizado y se tornó en banco de fomento, prestándole directamente al público, función que profundizó cuando se le sobreimpuso una junta monetaria en 1963, la cual asumió las decisiones de política. Se trataba de una junta compuesta por ministros del Gobierno y asesores externos, que incidieron en mantener políticas monetarias bastante expansivas todo el tiempo. En 1991 el Banco de la República ganó independencia y fue construyendo una política monetaria, de acuerdo con el régimen de inflación objetivo. Después de la guerra de los Mil Días y de una inflación muy elevada (15% en 1899, 66% en 1900, 399% en 1901 y 128% en 1903), la cual fue financiada por un exceso de emisión por parte de la Tesorería, el país no pudo lograr un consenso para establecer un banco central. En consecuencia, entre 1903 y 1923 se vivió una fase de escasa liquidez, baja inflación y altas tasas de interés reales, en medio de una

intensa bonanza propiciada por el largo auge cafetero de principios de siglo. El interés estadounidense por integrar el país al sistema financiero internacional y su envío de un prestigioso académico de la Universidad de Princeton, Edwin Walter Kemmerer, pudo lograr un consenso entre las élites para establecer un banco de emisión. Este, sin embargo, tuvo una junta mayoritariamente privada y el Gobierno tuvo voz, mas no voto en sus decisiones, consecuencia natural del temor de que cualquier gobierno volviera a abusar de la emisión, tal como fue la mala experiencia del Banco Nacional que operó durante La Regeneración (1886-1903).

En su primer día de operación el Banco de la República tuvo que actuar como prestamista de última instancia para impedir que la quiebra del Banco López, asociada con la destorcida del mercado internacional del café, se generalizara al sector financiero y arrastrara a toda la economía. En su fase inicial fue un banco orientado por un patrón oro que proveyó una oferta monetaria adecuada y redujo la tasa de interés del sistema financiero de entre el 12 y 15% anual antes de 1923 al 7% en 1924. La entrada de mucho capital extranjero, créditos y la indemnización por Panamá, que el país recibió entre 1923 y 1929, además de la bonanza cafetera, contribuyeron a la holgura monetaria.

La Gran Depresión redujo las exportaciones cafeteras y una de sus consecuencias fue que se redujo la oferta monetaria y se produjo una calamitosa deflación de precios, con un disparo de las tasas reales de interés (Gráfico 4), contrarrestada de manera algo tardía por el abandono del patrón oro en 1931 y la deva-

luación, que permitió recomponer la liquidez de la economía y resarcir a los exportadores, como también de hacer retornar las tasas de interés a niveles normales, y en algunos años fueron negativas. También el Gobierno obtuvo un financiamiento importante por parte del Banco de la República, al que tenía derecho por haber aportado US\$5 millones de su capital, para no dejar de prestar sus servicios más importantes. De allí en adelante, el Emisor fue conducido con mayor discrecionalidad y la tasa de interés se mantuvo en niveles bastante bajos la mayor parte del tiempo, excepto en los años en que la deflación de precios hizo que su monto real fuera muy elevado. La globalización colapsó durante los años treinta y hasta 1945:

Los flujos de capital entre países desaparecieron. La penuria fiscal dio lugar a una ampliación de la deuda pública y los bancos centrales operaron los mercados con ese tipo de títulos e hicieron préstamos directos al sector privado. En Colombia la tasa de interés nominal se mantendría constante en 4% hasta mediados de los cincuenta, desvaneciéndose en la práctica su carácter de instrumento monetario y dando lugar a tasas reales negativas. Siguiendo un patrón ampliamente aceptado, la función monetaria de la tasa de descuento en el ámbito internacional desapareció casi por completo durante los treinta y buena parte de los cuarenta. Los préstamos netos tanto al Gobierno como al sector privado, y las operaciones de mercado abierto con títulos de deuda pública, emergieron como nuevos métodos de regulación monetaria (Kalmanovitz y Avella, 1999).

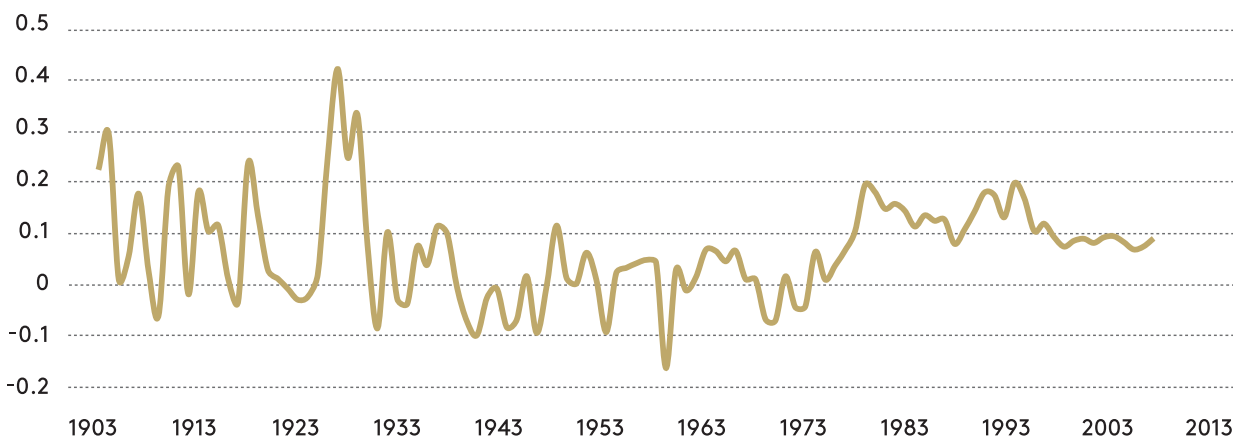
En 1951 se dio otro cambio institucional importante en el que se abandonó la figura de banco central semipúblico a uno totalmente estatal; este adoptó la práctica internacional del momento de prestarle directamente al

sector privado parte de sus necesidades, sobre todo aquellas empresas que requerían de un fomento especial para sustituir importaciones. Su instrumento monetario fundamental fue el encaje, mediante el cual se afectaba la cantidad de dinero que circulaba en la economía. Las tasas de interés reales de colocación fueron frecuentemente negativas cuando la inflación se disparaba, como fue el caso en los años cuarenta y en buena parte de los sesenta. Esta tendencia fue revertida cuando se introducen dos innovaciones financieras importantes en los años setenta: el sistema de crédito hipotecario de valor constante y la emisión generalizada de certificados de depósito a término (CDT), que fueron posibles por un aumento de las tasas reales de captación y, con ellas, las

de colocación. La profundización financiera de la economía se incrementó notablemente después de estos cambios durante la década siguiente, al pasar la cartera del 10% del PIB en los sesenta al 25% en los ochenta, pues el ahorro financiero surgió más del público y menos de la emisión primaria de dinero (Gráfico 5). Sin embargo, las tasas de interés se mantuvieron muy altas por la presencia de inflación en los años noventa. La estabilidad de las tasas reales de captación se obtuvo ya en el siglo XXI, a un nivel promedio del 10%, cuando la inflación fue controlada, reflejando niveles de intermediación elevados e insuficiente competencia en el sector financiero, en especial por la posición dominante que ejercen dos grandes grupos financieros en el mercado.

GRÁFICO No.4 TASA DE INTERÉS ACTIVA REAL

Robinson, Urrutia (2007) y cálculos del autor



La profundización financiera se detuvo abruptamente en la crisis de 1998-2002, retrotrayéndose a un nivel del 20% del PIB en 2004, pero se recuperó rápidamente, para alcanzar su nivel máximo histórico en 2012, con 36%

del PIB. Se trata de un nivel bajo en términos internacionales que contrasta con Chile o Corea del Sur, cuyas carteras netas muestran niveles cercanos al 100% del PIB.

GRÁFICO No.5 PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA

Robinson, Urrutia (2007) y cálculos del autor

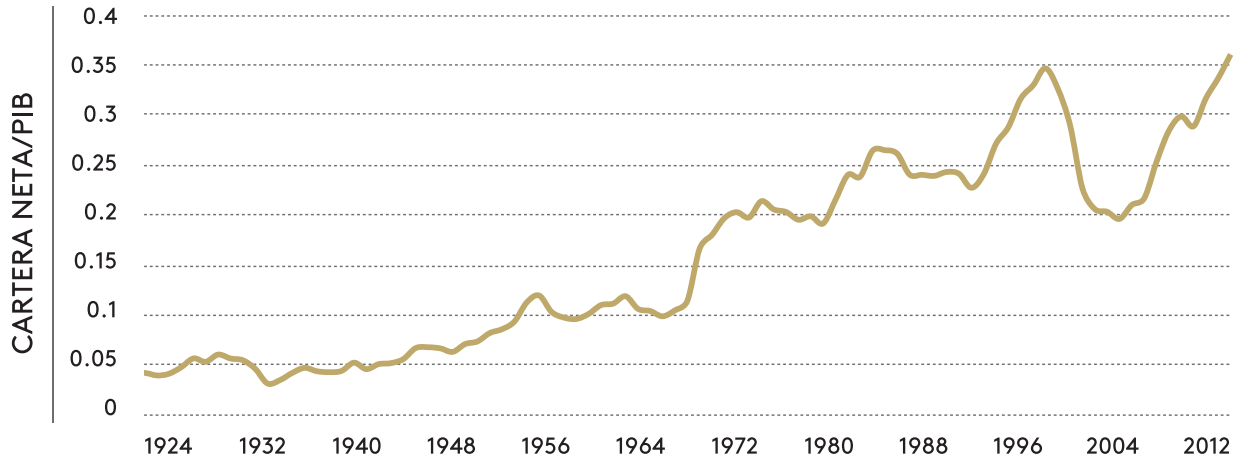
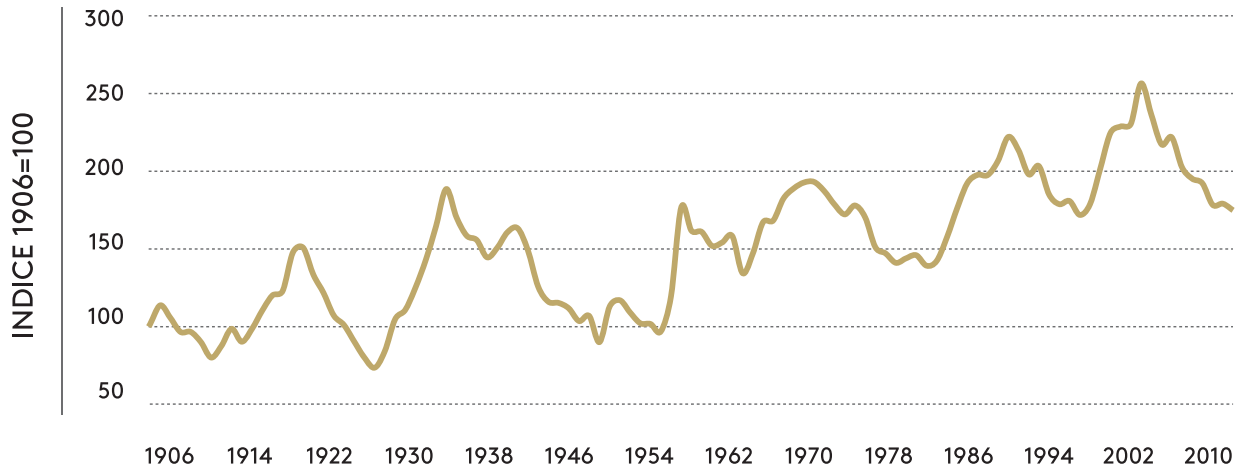


GRÁFICO No.6 ITCR BILATERAL DEL PESO CON EL DÓLAR

Robinson, Urrutia (2007) y cálculos del autor

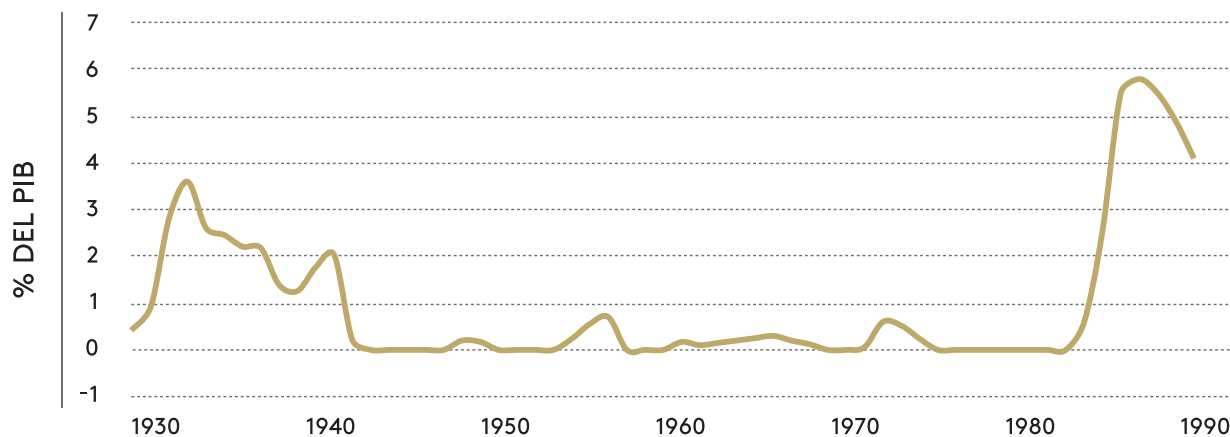


Los niveles de inflación bastante permisivos, sobre todo después de 1956, dieron lugar a devaluaciones frecuentes, interrumpidas por revaluaciones cuando mejoraban los términos de intercambio que hasta los años ochenta fueron dominados por el café. La línea negra de tendencia de la tasa de cambio muestra una devaluación sostenida en el largo plazo,

sugiriendo una lenta evolución de la productividad nacional frente a la de los Estados Unidos; incluso los ciclos, en línea roja, no son muy pronunciados en las fases de revaluación (1935-1956; 1970-1982; 1991-1998 y 2003-2012), aunque el último ciclo si es bastante profundo.

GRÁFICO No.7 PRÉSTAMOS DEL BANCO DE LA REPÚBLICA AL GOBIERNO

Fuente: Kalmanovitz, Avella (1998)



El Banco de la República desempeñó un papel contracíclico importante en los años treinta, cuando le prestó al Gobierno casi 8 puntos porcentuales del PIB entre 1930 y 1933, manteniendo sus créditos hasta 1942 cuando el superávit comercial inducido por la falta de importaciones durante la Segunda Guerra Mundial obligó a una postura contraccionista. Sin embargo, la inflación alcanzó cotas altas, sobre todo en 1943 (20%). El Emisor no volvió a prestarle al Gobierno hasta la crisis de la deuda latinoamericana, que estalló en 1980, para superar 25% del PIB si se suman los créditos otorgados entre 1981 y 1988. Esta política fue bastante inflacionaria, a pesar de que

la economía se estancó relativamente durante esos años.

EL RÉGIMEN DE META DE INFLACIÓN

A partir de la profunda reforma a la función del Banco de la República que surgió de la Constitución de 1991, el Emisor adquirió independencia del poder ejecutivo, ejercida por una junta directiva conformada por cinco codirectores de dedicación exclusiva, que debían portar credenciales académicas. Hacían parte, también, el Ministro de Hacienda y el Gerente del Banco, el cual es elegido por la junta directiva saliente, luego de culminar su período

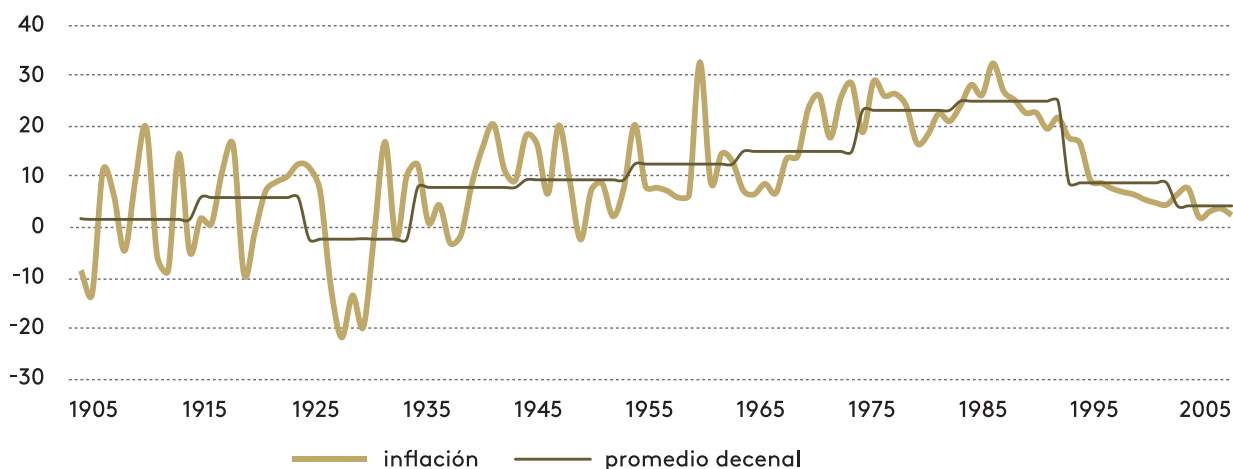
de cuatro años. El Presidente nombraba todos los miembros, pero solo podía cambiar dos dentro de su período, dando lugar a una rotación limitada que impedía nombrar una mayoría. El mecanismo se debilitó por la reelección de 2010, la cual permitió que un mismo presidente hubiera nombrado a cuatro de los codirectores, arriesgando la independencia del banco central.

El nuevo esquema fue exitoso para reducir la inflación en Colombia, aunque tomó bastante tiempo lograrlo. El quiebre se aceleró con la profunda recesión de 1998-2002, año a partir del cual el promedio decenal se ubicó por debajo de los dos dígitos. Para lograrlo se combinaron tres elementos: i) la desindexación de la tasa de cambio de la inflación, que la tornaba inercial, a partir de un sistema de bandas cambiarias en momentos cuando los

hallazgos petroleros de Cusiana revaluaban el peso; ii) la política de reducir paulatinamente la oferta monetaria, la cual le restó impulso al crédito privado, iii) y la prohibición de otorgarle crédito directo al Gobierno, cuando antaño fue bastante pródigo con el fin de contrarrestar la crisis de la deuda latinoamericana entre 1984 y 1988, inclusive, lo que fue un factor que disparó la inflación, variable que se acercó al 32% en 1990. Otro factor que incidió en la desinflación fue la apertura comercial, obligada por la acumulación de reservas internacionales entre 1991 y 1993, la que también estaba ampliando en extremo la oferta monetaria y exacerbando la inflación. La apertura aumentó la oferta de importaciones abarataadas doblemente por la baja de los aranceles y por la revaluación, poniéndoles presión a los productores nacionales para que redujeran el ajuste de sus precios.

GRÁFICO No.8 INFLACIÓN ANUAL (IPC)

Fuente: Robinson, Urrutia (2007) y cálculos del autor



Mientras se mantuvo la banda cambiaria la política monetaria fue orientada por una metas de inflación que, sin embargo, no era posible manejar de manera adecuada, ya que un déficit externo tendía a contraer la oferta de dinero, en la medida en que el Banco vendiera dólares para mantener su precio en el piso de la banda, mientras que un superávit externo inducía a una compra de divisas, que aumentaba la oferta monetaria. En un régimen de inflación objetivo es menester tener un régimen cambiario de libre flotación, que no tenga impacto sobre la masa de dinero. La tasa de interés de referencia es el instrumento que se utiliza para obtener la meta, la cual generalmente coincide con una ampliación de la oferta monetaria, si el crecimiento es bajo y la inflación está por debajo de la meta, y la autoridad ha decidido estimular la economía; por el contrario, si la economía está creciendo hasta el punto en que se recalienta y aumenta la inflación, la autoridad monetaria debe incrementar la tasa de interés y, con ello, reducir la oferta monetaria. Por tanto, el régimen de inflación objetivo se pudo implementar plenamente después de que en 1999 se abandonó la banda cambiaria, que había sido modificada en varias ocasiones para permitir una mayor devaluación frente a la crisis, por lo que con ello fue posible implementar una política monetaria fue exitosa en reducir la inflación a niveles internacionales de 2% y 3%, como sucedió entre 2010 y 2012 (Gráfico 8). La reducción de la inflación a niveles bajos tuvo enormes ventajas para la sociedad colombiana. Los salarios reales y en especial el salario mínimo aumentaron año tras año en los que la inflación era cada vez menor, fortaleciendo gradualmente el consumo interno. Se redujo consecuentemente el conflicto labo-

ral, tan frecuente en los años setenta y ochenta cuando los sindicatos decretaban huelgas generales contra la depreciación de los salarios reales que acompañaban inflaciones de 30% y más. Ya se ha anotado la reducción de las tasas de interés reales de colocación, al remover la incertidumbre sobre el futuro de la inflación y del riesgo de morosidad, cuando los deudores perdían capacidad adquisitiva. También se ha analizado la profundización financiera de la economía, que ha extendido los créditos hipotecario, comercial y de consumo a muchos más agentes, que antes debían recurrir al crédito informal, que marcaba tasas de interés diarias de 1% o 2%, con cobros efectuados por sicarios, o simplemente no eran sujetos de crédito. Pero otro elemento que es poco discutido tiene que ver con el desarrollo de un verdadero mercado de capital: la deuda pública por medio de la emisión de títulos de tesorería (TES) pasó a representar más del 60% de la deuda pública total, cuando todavía en los años noventa era abrumadoramente contraída en dólares, siendo uno de los causales de la profunda crisis que estalló con toda su fuerza en 1999, cuando se desató una fuga de capitales propiciada por una crisis que se originó un año antes en Asia (Urrutia, 2012). El Banco de la República le prestó profundidad a este mercado al exigir TES de colateral en los préstamos diarios que le hacía al sector financiero para proveerlo de liquidez en el corto plazo, práctica que es universal. Antes del desarrollo del régimen de inflación objetivo no existía siquiera en Colombia un mercado de corto plazo para el sistema bancario atendido por el banco central, tal y como lo tenía estructurado el Banco de Inglaterra desde 1873 (Bagehot, 1968). Esa tasa de interés a un día, que es la esquina más oculta del funcionamiento del banco central, es funda-

mental para que se vuelva de referencia, pues le da la señal a los agentes económicos de cuál es la postura de la política monetaria en cada momento. Una vez profundizado el mercado de deuda pública, siguió el desarrollo del mercado de deuda privada, cada vez más utilizado por empresas y bancos para financiarse directamente del público que adquiere sus bonos, a tasas de interés que miden el riesgo frente al TES que es el papel de menos riesgo en el mercado.

A MANERA DE CONCLUSIÓN

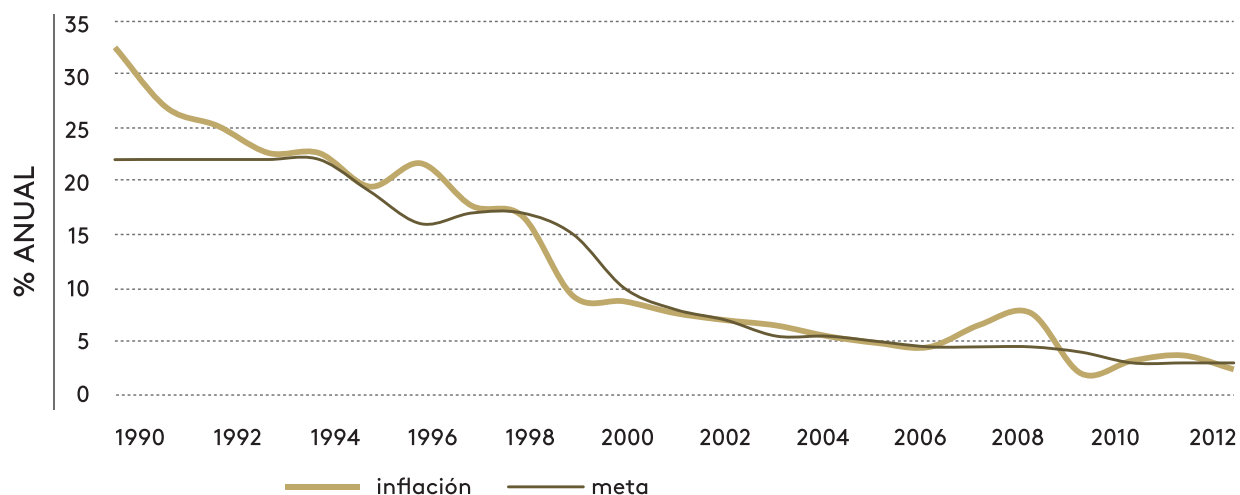
Las causas del desarrollo económico moderno están asociadas al aumento constante de la productividad. Esta variable fundamental está rodeada de elementos institucionales que ordenan la sociedad y proveen incentivos a la reinversión del excedente económico que logran las tecnologías apoyadas en la maquinaria, la energía eléctrica y más contemporáneamente en los cambios asociados con la electrónica y la informática. La economía política que da lugar a sistemas legítimos y objetivos en el cuerpo de ley, en el sistema de justicia y en especial en el sistema educativo, confluye para hacer más productivos a los agentes económicos y a que el conflicto entre intereses diversos se canalice pacíficamente en los escenarios políticos. Dentro de las instituciones que regulan la vida económica están las organizaciones públicas, en particular las que recaudan impuestos y otras contribuciones y que financian el gasto público. El banco central, como lo hemos expuesto, es una institución muy importante para el desarrollo de largo plazo, en la medida en que contribuya a mantener los equilibrios macroeconómicos, aunque estos también se pueden perder por causas exógenas (términos de intercambio

volátiles o crisis internacionales) o por conflictos políticos y de intereses económicos dentro del país.

El Banco de la República en sus 90 años de vida contribuyó a mantener niveles de inflación relativamente moderados, por comparación con otros países latinoamericanos que tuvieron episodios frecuentes de hiperinflación, pero su trayectoria fue la de permitir niveles crecientes de inflación, desde 10% anual en los años veinte hasta el 30% al inicio de los años noventa, cuando el nuevo pacto social que surgió de la Constitución de 1991 le dio un claro mandato para que redujera la inflación a niveles internacionales. Hay que imaginar que si encima de las presiones que fortalecen la moneda, que surgen de términos de intercambio muy favorables, se añadieran niveles altos de inflación, la revaluación real del peso sería un problema mucho más agudo que el sufrido en cada una de las fases de bonanza cafetera o de recursos naturales. El equilibrio macroeconómico es, entonces, un bien público por excelencia que le permite a toda la población aumentar sus ingresos reales de manera gradual y sostenida, a evitarse sorpresas dolorosas en materia del poder adquisitivo del dinero colombiano, incluso frente al exterior. La baja inflación, a su vez, permite el desarrollo de un mercado de capitales tanto para el sector público como para el privado, donde los agentes se pueden endeudar corriendo menos riesgos que el que pueda surgir de un cambio abrupto del valor de la moneda local frente a otras divisas. Por último, la baja inflación permite que las tasas de interés sean menores y que más agentes y personas seas sujetos de crédito con el cual apalancar sus inversiones o sus consumos.

GRÁFICO No.9 INFLACIÓN Y METAS

Fuente: Robinson, Urrutia (2007) y cálculos del autor



BIBLIOGRAFÍA

Bagehot, Walter (1968). *Lombard Street, una descripción del mercado monetario*, México: Fondo de Cultura Económica.

Banco de la República (1990). *El Banco de la República, antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República.

Kalmanovitz, S.; Avella, M. (1998). “Barreras del desarrollo financiero: las instituciones monetarias colombianas”, *Revista del Banco de la República*, núm. 851, septiembre.

Robinson, J., Urrutia, M. (2007) *Economía colombiana del siglo XX, un análisis cuantitativo*, Bogotá: Fondo de Cultura Económica, Banco de la República.

Urrutia, M.; Llano, J. (2012). *Los actores en la crisis económica de fin de siglo*, Bogotá: Universidad de los Andes.

