

Capítulo 5
Meta de inflación
de largo plazo y
el desafío de la
política con el
desplome del petróleo

Gobiernos de Juan Manuel Santos Calderón, 2010-2018

EL EQUIPO DIRECTIVO PARA LA SEGUNDA DÉCADA DEL NUEVO SIGLO

En el año 2011 la Junta Directiva del Banco de la República cumplió sus primeros 20 años de vida como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, y con independencia frente al Gobierno.

Para aquel entonces ya se había consolidado el esquema de inflación objetivo con flexibilidad cambiaria, el desarrollo más importante de la política monetaria, orientado a alcanzar y mantener la inflación baja y estable.

Las expectativas de inflación estaban ancladas. La meta de largo plazo establecida en 3%⁴²⁵ se había cumplido en 2009 y para el futuro se había fijado el rango de control entre el 2% y 4%⁴²⁶.

El Banco de la República ya se había probado con éxito en su función constitucional de prestamista de última instancia y banquero de los establecimientos de crédito, lo que se presentó con ocasión de la crisis financiera local de 1998-1999 y la global de 2008.

Se puede concluir que las dos primeras décadas de vida de la nueva banca central colombiana fueron de constante evolución y valioso aprendizaje, en medio de grandes desafíos.

Fruto del esfuerzo realizado en aquellos primeros años, y de muchos de un manejo adecuado de la economía, el Banco de la República se consolidó, según algunas encuestas, como la institución estatal independiente que generaba mayor confianza entre los colombianos.

Pero, si aquellos fueron años desafiantes y complejos para el desarrollo de la política monetaria en cabeza de la Junta Directiva, los siguientes no implicarían menos desafíos.

El período 2010-2018, que corresponde a las dos etapas de la administración Santos, fue de contrastes en materia económica, lo que exigió nuevos esfuerzos de la autoridad monetaria.

⁴²⁵ Se logró en 2009, como se vio en capítulo anterior.

⁴²⁶ En noviembre de 2001 la Junta Directiva del Banco de la República anunció que la meta de largo plazo para la inflación sería del 3%, y a partir de 2010 estableció el rango de control entre el 2% y 4%.

En los primeros cuatro años de dicho período la economía colombiana retomó la senda de expansión, impulsada, principalmente, por el incremento de los términos de intercambio (Gráfico 2; el precio del petróleo para la referencia Brent alcanzó un promedio de USD 110/barril), con grandes entradas de capital extranjero y tasas de interés internacionales en niveles históricamente bajos. Además, durante el primer año del gobierno Santos se recuperó el grado de inversión por parte de las tres firmas calificadoras, Standard & Poor's, Moody's y Fitch, el cual se había perdido en 1999 (véase nota de pie de página 293).

A la par, hubo choques adversos en 2010-2011, entre ellos la emergencia invernal ocasionada por el fenómeno de La Niña, la cual afectó la producción de alimentos y el transporte, junto con un prolongado paro camionero que duró 46 días.

Para los siguientes cuatro años (segundo período de Santos) las cosas cambiaron. En el segundo semestre de 2014 los buenos vientos que impulsaban la economía cesaron intempestivamente, cuando se desplomaron los precios del petróleo (en enero de 2016 la referencia Brent alcanzó a estar por debajo de los USD 30/barril), lo que afectó enormemente la economía, con una caída muy significativa del ingreso nacional.

Este período, que se movió entre la abundancia y la estrechez, exigió diversas acciones de política por parte de la Junta Directiva para mantener la inflación baja y estable y ayudar a la estabilidad macroeconómica.

Cabe recordar que, como consecuencia del sistema de reelección presidencial⁴²⁷, la composición de la Junta Directiva del Banco de la República que actuó en aquellos años varió de manera sustancial. El presidente Juan Manuel Santos nombró cinco codirectores de dedicación exclusiva: Adolfo Meisel, Ana Fernanda Manguashca, Gerardo Hernández, José Antonio Ocampo y Carolina Soto, quien entró al final del gobierno.

Cuando se cumplió la última rotación de ley, correspondiente al segundo mandato de Santos (a comienzos de 2017), el gobierno quedó, teóricamente, con mayoría. De los siete integrantes de la corporación, cuatro de dedicación exclusiva habían sido escogidos por el presidente de la República en ejercicio, a los que se sumó el representante del gobierno en la Junta, es decir, el ministro de Hacienda, para aquel momento, Mauricio Cárdenas Santamaría.

Los otros dos miembros eran Juan Pablo Zárate (venía de la anterior administración) y el gerente general Juan José Echavarría (elegido en 2016). Aunque, como se ha dicho, el gerente general del Banco de la República es escogido por la Junta Directiva y no por el gobierno, Echavarría venía de ser el director programático de la campaña reeleccionista en 2014, lo que demostraría, aunque fuera en el papel, su cercanía con la Casa de Nariño. Echavarría también había acompañado al presidente César Gaviria a la OEA, y había sido nombrado en la Junta Directiva del Banco por el presidente Álvaro Uribe.

⁴²⁷ En el año 2015 el Congreso aprobó una reforma constitucional que terminó con los mandatos de ocho años (la reelección inmediata por una vez) y volvió a los períodos de cuatro años.

A pocas semanas del cambio de gobierno, en julio de 2018, Santos tuvo que designar un nuevo codirector ante la renuncia de Adolfo Meisel. Para ocupar esta silla fue llamada Carolina Soto, asesora de la Casa de Nariño.

Frente a los riesgos que suponía a la independencia del Banco una mayoría del Gobierno en la Junta, no sobra recordar que en las distintas épocas y circunstancias los codirectores han asegurado no sentirse cuota de su nominador.

En concepto del excodirector Sergio Clavijo (2017), la experiencia ha mostrado cómo los codirectores que se van integrando a la Junta Directiva aprenden a ser miembros del cuerpo colegiado y van alineando sus actuaciones cada vez más con el Banco de la República independiente, y cada vez menos con el gobierno que recién los nombró.

Para Mauricio Cárdenas, quien presidió la Junta Directiva en momentos de la citada mayoría del gobierno, la independencia del Banco de la República es real. Al respecto, señala:

En Colombia, tan importante como la regla formal del mecanismo de rotación de los miembros de la Junta Directiva es la regla informal, y es que las personas que se designan no son cuotas políticas. No son personas que tengan una lógica política y dinámica. Son profesionales serios con un compromiso con lo técnico y lo público. Independientemente de cómo hayan llegado a la Junta, toman las decisiones que consideran más conveniente⁴²⁸.

Recalca que, no por el hecho de que un gobierno designe a algunos de los codirectores, ellos votarán siempre de acuerdo con lo que considera el Ministerio de Hacienda, pues tienen su propio criterio, dado su alto nivel técnico. Además, como se mencionó, el hecho de que los codirectores sean nombrados por períodos largos (normalmente doce años) lleva a que, con una probabilidad alta, cualquier acción errónea se “deba pagar” con correctivos en algún año futuro. Ello también genera alta independencia entre los codirectores.

Y frente a la elección del gerente general, señala que es parte de la fortaleza institucional la libertad de escogencia por parte de la Junta Directiva. “En las elecciones de gerente no hay una imposición”, dice.

Roberto Steiner, quien se integró a la Junta a finales de 2019, afirma que lo más relevante es que los codirectores son gente seria y madura, que no será “del bolsillo” del gobierno. Lo que sí es verdaderamente interesante, agrega, es cómo gente “que pensaba distinto” rápidamente es capturada por la noción de que el banco tiene un mandato (inflación baja y estable) que es muy importante. Para la muestra, los casos emblemáticos de Salomón Kalmanovitz (marxista) y Carlos Gustavo Cano (arrocero devaluacionista), quienes a los pocos meses después de entrar al banco se volvieron férreos defensores de su mandato.

⁴²⁸ En entrevista para este libro; Bogotá, marzo de 2020.

Otra particularidad de la Junta Directiva del período que nos ocupa (2010-2018) fue el hecho de que las mujeres volvieron a ser parte de la autoridad monetaria del país.

En las páginas siguientes nos detendremos para ver cómo se reconformó la Junta Directiva durante los años en que gobernó el presidente Juan Manuel Santos.

En agosto de 2010, con el cambio de gobierno, Juan Carlos Echeverry Garzón fungió como presidente de la Junta Directiva del Banco de la República, en calidad de ministro de Hacienda.

Su llegada a la corporación tuvo un significado muy especial. En el pasado hizo parte del equipo técnico del Banco y participó en muchos de los estudios e investigaciones que sirvieron para desarrollar herramientas e instrumentos para la toma de decisiones de política⁴²⁹.

Para Echeverry llegar a la Junta Directiva como ministro de Hacienda era cerrar un círculo y significaba un logro personal. Tenía un enorme respeto por el equipo del Banco y volver como ministro era como regresar a casa. Después de graduarse como economista en la Universidad de los Andes, entró al Banco de la República, a la edad de 21 años, donde hizo una larga carrera, al tiempo que cursaba sus estudios en el exterior. Estudió Filosofía en la Universidad Complutense de Madrid, realizó estudios de economía internacional en el Instituto de Economía en Alemania y es PhD en economía por la New York University.

Fue el primer director del grupo de macroeconomía e inflación; participó en los debates que llevaron a usar la tasa de interés como variable de política, tema sobre el cual había escrito uno de los capítulos de su tesis doctoral, y escribió el primer *Informe sobre Inflación* (hoy llamado *Informe de Política Monetaria*), donde el equipo técnico propone las medidas de política a la Junta Directiva del Banco. Antes de obtener su doctorado fue monitor de Ben Bernanke, uno de los padres del esquema de inflación objetivo.

A propósito de cómo surgió su nombramiento como ministro de Hacienda, hay una anécdota interesante que pocos conocen.

En el año 2010 Juan Carlos Echeverry no solo era el asesor principal (para los temas económicos) de la campaña de Juan Manuel Santos, sino que se había convertido en la mano derecha del candidato.

Meses antes de la primera vuelta presidencial⁴³⁰, en una reunión a solas en la terraza de la sede de campaña, en el norte de Bogotá, Juan Manuel Santos le habló a su asesor

⁴²⁹ Esta circunstancia solo se ha dado con dos ministros de Hacienda: Juan Carlos Echeverry y Alberto Carrasquilla, quien además fue gerente técnico del Banco de la República.

⁴³⁰ La elección presidencial para el período 2010-2014 en primera vuelta se realizó el 30 de mayo de 2010. 'Para seguir avanzando' fue el lema de la campaña de Juan Manuel Santos. Luego, en la aspiración a conseguir su reelección (2014-2018), se escogió como eslogan 'Unidos por la Paz'.

sobre sus planes: “doctor Echeverry, yo quiero que usted sea mi fórmula a la Vicepresidencia”, le dijo.

La sorpresa no pudo ser mayor. Sin embargo, sin pensarlo y con su estilo directo, Echeverry le respondió: “¡uy!, ¡pero yo quiero es ser ministro de Hacienda!”.

Tiempo después, recordando aquellos días de campaña, Echeverry confiesa que tenía muy claro lo que quería hacer en dicha cartera y consideraba que la Vicepresidencia no le daría todo el espacio necesario para concretar sus ideas en materia económica.

Pasados los días, Santos le comentó a su propio asesor que había pensado en Angelino Garzón para la Vicepresidencia. Ambos lo conocían bien, pues habían compartido gabinete en el gobierno de Andrés Pastrana. Así las cosas, todo quedó claro. Si ganaban las elecciones, Juan Carlos Echeverry sería el ministro de Hacienda. Así sucedió y no sorprendió a nadie. Dado que era una figura de gran importancia en el equipo de Santos, para todos era más que obvio que Echeverry entrara a dicho gabinete.

El 20 de agosto del año 2010 a las ocho de la mañana Juan Carlos Echeverry presidió por primera vez la Junta Directiva del Banco de la República. Durante los dos años que estuvo al frente de la cartera (se retiró en 2012) estuvo acompañado por el mismo grupo de codirectores: Juan José Echavarría, Carlos Gustavo Cano, Fernando Tenjo, César Vallejo y Juan Pablo Zárate. José Darío Uribe era el gerente general.

Como se comentó, el inicio del gobierno Santos coincidió con la fase ascendente del ciclo de los *commodities*⁴³¹ (los precios del petróleo y el carbón iban en alza) y Echeverry llegó con planes muy claros. Adelantar las reformas a las regalías y tributaria, y su idea de las cinco locomotoras que ayudarían a acelerar la recuperación de la actividad productiva: la agricultura, la infraestructura, el sector vivienda, el de innovación tecnológica y el de energía-minería⁴³².

La autoridad monetaria se movía en un contexto de inflación baja y apreciación de la tasa de cambio, y evaluaba distintos instrumentos de intervención en el mercado cambiario y cómo esterilizar sus efectos.

Los anuncios de una bonanza mineropetrolera eran recurrentes. Colombia, y toda la región, estaban frente a un choque externo positivo de flujos de capital y términos de intercambio que alimentaban las presiones revaluacionistas.

En los dos años como ministro de Hacienda la relación de Echeverry con la Junta Directiva del Banco no siempre fluyó fácilmente, a pesar de que, como se ha dicho, era un amplio conocedor de la institución y de su historia.

⁴³¹ Durante 2011, 2012, 2013 y hasta agosto de 2014 el precio del petróleo (referencia Brent) estuvo por encima de los USD 100 el barril.

⁴³² Parece un poco extraño escoger la agricultura como una de las locomotoras, pero Echeverry siempre consideró que ese sector tiene un enorme potencial en un país con enormes cantidades de tierra y agua disponibles. Además, como lo menciona él mismo, la agricultura ha sido uno de los sectores más dinámicos en países como Brasil, Chile y Perú en las décadas recientes.

Las principales tensiones tuvieron que ver con el tema cambiario (la fuerte revaluación del peso), asunto que en el pasado también generó grandes pulsos entre los gobiernos y el Banco.

Echeverry y la Junta Directiva tuvieron fuertes discusiones técnicas por la forma como el Banco debía intervenir en el mercado cambiario. Los debates internos, en más de una ocasión, se hicieron públicos y al final el ministro sintió que la corporación fue sorda frente a sus argumentos, asunto que luego se verá en más detalle.

Sorpresivamente, en agosto de 2012, Juan Carlos Echeverry renunció al cargo de ministro de Hacienda. Aunque las razones que expresó tenían que ver con el hecho de haber alcanzado los objetivos propuestos y su deseo de volver a los asuntos privados, la verdad es que pesaron mucho los choques que tuvo con colegas del gabinete (algunas veces por negarse a sus propuestas para hacer rendir el presupuesto) y los pulsos públicos que sostuvo por fuera del Ejecutivo con algunos otros sectores, entre ellos, los dirigentes gremiales. A pesar del gran balance que dejaba su gestión⁴³³, tantos roces fueron, sin duda, un gran desgaste para el gobierno.

Echeverry asistió a su última sesión de Junta Directiva del Banco el 24 de agosto de 2012. Agradeció a los codirectores la oportunidad que tuvo de analizar con técnicos de las más altas calidades los problemas y desafíos de la economía colombiana a lo largo del ciclo económico de 2010-2012. A su turno, sus colegas reconocieron su activa participación, dinámica y retadora a la vez, en el debate de los asuntos sometidos a la Junta y en su acompañamiento en la obtención de importantes logros en materia macroeconómica.

Tras su renuncia, el presidente Santos nombró a Mauricio Cárdenas Santamaría, quien ocupaba la cartera de Minas y Energía, como nuevo ministro de Hacienda. Se había unido al gobierno en 2011, después de tres años fuera del país, cuando estuvo en el Instituto Brookings en Washington⁴³⁴.

Como economista, tal vez la única cartera para la que Cárdenas no tendría que hacer curso de inducción sería precisamente la de Hacienda. Para ella se había preparado.

Como él mismo lo expresa, desde la dirección de Fedesarrollo⁴³⁵ (1996-1998) prácticamente le había hecho marcación hombro a hombro al Ministerio de Hacienda, evaluando todas las decisiones y proponiendo alternativas.

⁴³³ Durante los dos años que estuvo al frente de la cartera de Hacienda, Colombia aumentó el recaudo tributario de COP 66 billones a COP 100 billones en dos años; la deuda pública bajó del 36% a 32% del PIB; el déficit del sector público pasó del -3,6% del PIB, a un superávit del 0,2% del PIB; el país recuperó el grado de inversión; se realizó la reforma de regalías; se aprobó la regla fiscal, y se introdujo en la Constitución la sostenibilidad fiscal como principio constitucional.

⁴³⁴ En 2008 Mauricio Cárdenas se retiró de Fedesarrollo para montar y liderar la Iniciativa para América Latina de la Institución Brookings en Washington.

⁴³⁵ Cárdenas fue director ejecutivo de Fedesarrollo entre 1996-1998. También fue subdirector de la entidad entre 1992 y 1993, y en varias ocasiones fue investigador de dicho centro.

Además, Cárdenas había sido director del DNP (1999-2000), ministro de Transporte (1998-1999) y de Desarrollo (1994).

Economista por la Universidad de los Andes, con maestría en la misma universidad y PhD en la Universidad de California (Berkeley), Cárdenas asumió la cartera el 2 de septiembre de 2012 con una tarea específica, encomendada por el presidente Santos: sacar adelante la reforma tributaria.

El gobierno venía preparando un borrador de proyecto y el nuevo ministro debía estudiarlo, hacerle correctivos, pero no podría demorarlo más de un mes para llevarlo al Congreso.

Familiarizado, como estaba, con los temas fiscales y tributarios, Cárdenas le imprimió su toque personal a la reforma. De tiempo atrás, en su labor de investigador económico, con muchos de sus colegas había estudiado el desmonte de los impuestos a la nómina para reducir la informalidad laboral. Esta era la oportunidad de ponerlo en práctica y encontró eco en el presidente Santos⁴³⁶. Posteriormente, lideraría dos reformas tributarias más, en 2014 y 2016.

Mauricio Cárdenas venía sintonizado con todas las discusiones económicas del momento, lo que, unido a su estilo conciliador, permitió que su relación con la Junta Directiva del Banco de la República arrancara con pie derecho y siguiera de manera armoniosa.

A los pocos días de asumir funciones en su nueva cartera, Cárdenas se encontró con el primer asunto que debía atender. Se acercaba la definición de un nuevo período del gerente general del Banco de la República, elección que estaba prevista para diciembre de ese año.

Era septiembre de 2012 y el ambiente en la Junta era de total respaldo a José Darío Uribe, quien completaba el segundo período en la Gerencia General. Sus colegas en la Junta consideraban que estaba haciendo muy bien su tarea, por lo que algunos no dudaron en explorar la opinión del gobierno, en cabeza del ministro, para buscar un tercer y último período. El presidente Santos estuvo de acuerdo en respaldar con el voto del gobierno, mediante su representante en la Junta, la continuidad de José Darío Uribe en la Gerencia General.

Es así como, en la sesión del 28 de septiembre, el ministro Cárdenas en su calidad de presidente de la Junta solicitó a los miembros considerar como primer asunto del orden del día la elección del gerente general del Banco de la República.

Apelando a una interpretación del reglamento interno, que señala que en los casos en que exista unanimidad en relación con el candidato propuesto para la elección de gerente se abrevie el procedimiento, se sometió a consideración el nombre de José Darío Uribe Escobar para un último período.

⁴³⁶ Ley 1607 del 26 de diciembre de 2012. Al frente de la cartera de Hacienda, Cárdenas lideró tres reformas tributarias (2012, 2014 y 2016).

Todos los codirectores acogieron de manera unánime la propuesta y procedieron a designarlo como gerente, para un nuevo período de cuatro años⁴³⁷, a partir del 4 de enero de 2013.

Justamente a comienzos de 2013, conforme al esquema de rotación que ordena la ley, el gobierno debía nombrar dos nuevos codirectores para el Emisor. Curiosamente, en esta ocasión había que reemplazar a dos integrantes de la Junta Directiva que cumplían el máximo período de permanencia en la corporación: Fernando Tenjo y Juan José Echavarría.

Para ocupar la silla del primero, es decir, Tenjo, el gobierno nombró a la economista de la Universidad de los Andes Ana Fernanda Manguashca Olano⁴³⁸. En ese entonces era la viceministra técnica de Hacienda. Aunque no era macroeconomista pura, había construido importantes fortalezas en su trayectoria profesional en el sector público. Fue directora de Regulación Financiera del Ministerio de Hacienda y superintendente delegada adjunta en la Superfinanciera. En sus inicios trabajó en el Banco de la República donde fue directora del Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados.

Manguashca pensaba que la Junta Directiva necesitaba heterogeneidad y, dada su *expertise* particular en el funcionamiento de mercados, de regulación financiera y operación macrofinanciera, fue ella quien alzó la mano para decirle al nuevo ministro que considerara su nombre, cuando fuera hora de hacer el cambio en la Junta Directiva del Emisor. “Por primera vez le decía a alguien que yo quería algo laboralmente”, recuerda años después.

A Cárdenas le pareció ideal para el cargo, pues la economista hizo una gran tarea en el Ministerio, donde estuvo muy involucrada en la reforma tributaria y participó activamente en la preparación de varios proyectos de ley, entre ellos el fiscal. Su candidatura fue avalada por el presidente Santos.

Con su nombramiento volvía la participación femenina a la Junta Directiva del Banco de la República. Tras el retiro de María Mercedes Cuéllar, en 1996, las mujeres estuvieron ausentes de la autoridad monetaria por lustros.

El otro integrante que debía retirarse de la Junta Directiva, por cumplir el máximo período legal de permanencia (doce años), era Juan José Echavarría, quien había entrado en 2003 para reemplazar a Carlos Caballero Argáez, nombrado en 2001.

⁴³⁷ En comunicado de prensa del 28 de septiembre de 2012 se anunció al público que:

La Junta Directiva del Banco de la República en su sesión del día de hoy designó al doctor José Darío Uribe Escobar como Gerente General del Banco de la República para el período de cuatro años que se inicia el 4 de enero de 2013. El doctor Uribe se viene desempeñando como Gerente General de la institución desde el año 2005, es administrador de empresas de la Universidad Eafit, economista de la Universidad de los Andes y tiene Maestría y Doctorado de la Universidad de Illinois.

⁴³⁸ Decreto 325 del 28 de febrero de 2013, mediante el cual se nombra miembro de dedicación exclusiva de la Junta Directiva del Banco a Ana Fernanda Manguashca Olano en reemplazo de Fernando Tenjo.

En la realidad, Echavarría llevaba diez años en la corporación, pero entró a completar el tiempo que dejó el codirector renunciado (con dos años en el cargo). No hay que olvidar que los miembros de Junta Directiva cumplen período institucional y no personal.

Para ocupar esta silla el gobierno llamó al economista barranquillero Adolfo Meisel. Su nombre llegó al Ministerio de Hacienda por sugerencia de personas que conocían muy bien su destacada carrera académica, con trabajos muy interesantes en historia económica, en especial de las regiones.

Además, venía del propio Banco de la República, a donde ingresó en 1987. Fue gerente de la sucursal de Cartagena (1997-2013) e investigador de estudios económicos en diferentes etapas. Conocía la historia del Banco, como pocos. En 1990, antes de la reforma constitucional, pero como un presagio de ella, Francisco Ortega Acosta encargó a Adolfo Meisel (con otros autores) investigar y escribir las memorias de esta institución, producto de lo cual es el libro *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*⁴³⁹, uno de los textos más influyentes en la historia de la banca central colombiana. Como gerente de la sucursal Cartagena dirigió el Centro de Estudios sobre Economía Regional (CEER). El Banco también cuenta con centros de investigación especializados en Medellín (estudios sociales y laborales) y en Cali (estudios sectoriales y de comercio exterior, con énfasis en el sector agrícola y manufacturero).

Adolfo Meisel recuerda el momento en el que se abrió la posibilidad de ser codirector del Banco. “Yo conocía al ministro Cárdenas y le manifesté mi interés de llegar a la Junta. Llevaba muchos años en el Banco de la República y sentía que era un paso natural. Cárdenas me manifestó su interés en apoyarme, pero fue muy claro en que era el presidente el que tomaba esta decisión”⁴⁴⁰.

No era una persona muy cercana al gobierno, pero al ministro Cárdenas le pareció un excelente candidato para integrar la Junta Directiva, por lo que coordinó un encuentro con el presidente de la República, que se realizó en la Casa de Huéspedes, en Cartagena.

El dato anecdótico sobre esta cita resulta interesante. El presidente Santos en la entrevista quería saber sobre su carrera y trayectoria, pero también le preguntó, políticamente,

⁴³⁹ El proyecto fue dirigido por Alejandro López y Adolfo Meisel, con participación de Jorge Enrique Ibáñez, entre otros, quien aportó toda la parte jurídica. Como introducción del libro, Francisco Ortega escribió:

Para llevar a cabo la investigación no se ha escatimado esfuerzo ni se han ahorrado recursos. Así, por ejemplo, al considerarse indispensable efectuar trabajos de archivo, se obtuvo de la Universidad de Princeton la posibilidad de examinar la documentación del profesor Kemmerer, que había en su biblioteca; los doctores Adolfo Meisel Roca y Alejandro López Mejía permanecieron en ese claustro el tiempo requerido para obtener documentos e informaciones hasta ahora desconocidos, que, sin duda, constituyen un aporte de considerable valor y contribuyen a la mejor comprensión del período en el cual se creó nuestro Banco Central.

⁴⁴⁰ En entrevista para este libro; Bogotá, mayo de 2020.

de qué partido era. Meisel sin rodeos le respondió que no tenía partido, pues votaba por los candidatos que más le gustaban. Y le confesó que no había votado por él en la primera elección de 2010. El mandatario le restó importancia al asunto y le respondió: “Yo sé que usted no es político”.

Tras la reunión, Santos quedó gratamente impresionado y convencido de que era la persona idónea para llegar al grupo de codirectores, y Meisel tenía todas las credenciales académicas para el cargo. Se graduó como economista de la Universidad de los Andes, con PhD en economía en la Universidad de Illinois y estudios de economía internacional en el Instituto Kiel de Alemania. También hizo un master en Sociología en la Universidad de Yale.

El barranquillero se convertía así en el tercer costeño en sentarse en la Junta Directiva del banco Emisor después de Salomón Kalmanovitz y Antonio Hernández Gamarra.

Antes de la siguiente recomposición en el equipo de codirectores, llegó la hora del cambio en la gerencia general. José Darío Uribe cumplió los doce años que le permite la ley y la Junta Directiva debía encontrar un sucesor. La elección se realizó el lunes 12 de diciembre de 2016, en una sesión extraordinaria. A diferencia de la anterior escogencia de Gerente General, esta vez fue mucho más competida. El proceso deliberativo fue largo. Había varios candidatos y solo hasta la última ronda se supo quién sería el gerente, cargo que recayó en Juan José Echavarría.

El codirector Adolfo Meisel, convencido de las bondades del mecanismo de elección de gerente general, reveló, tiempo después, que por su interés en la historia le pidió a la Junta que los votos quedaran registrados y en custodia durante quince años, para que se supiera el día de mañana cómo votó cada codirector, pero esto no fue aceptado: los votos se destruyeron. La corporación aprobó que los documentos que tuvieron que ver con esta elección, como hojas de vida y evaluaciones de los candidatos, se archivaran como información reservada y clasificada⁴⁴¹.

Lo cierto es que, por segunda vez, desde la reforma al Banco de la República en 1991 un codirector llegaba a la Gerencia General. Ocurrió antes con Miguel Urrutia, primer gerente en la nueva era, y quien integró la Junta Directiva provisional (1991-1993). José Darío Uribe había saltado desde la Gerencia Técnica. Es interesante observar, adicionalmente, que Echavarría se encontraba fuera del Banco cuando fue elegido gerente, algo que no había sucedido hasta el momento.

Su nombramiento fue informado en un comunicado de prensa, de la siguiente manera:

La Junta Directiva del Banco de la República designó en el día de hoy al doctor Juan José Echavarría Soto como Gerente General en reemplazo del doctor José Darío Uribe Escobar, para el período de cuatro años que inicia el 4 de enero de 2017.

441 El período de reserva es de quince años desde la fecha en que se genera la información, según el artículo 22 de la Ley 1712 de 2014.

Juan José Echavarría es Ingeniero de la Escuela de Minas de Medellín. Tiene Maestría en Economía de la Universidad de Boston y Doctorado en Economía de la Universidad de Oxford. Se ha desempeñado en diversos cargos del sector público y privado, entre otros, codirector de la Junta Directiva del Banco de la República, director ejecutivo de Fedesarrollo y viceministro de Comercio Exterior.

Al inicio de 2017 se cumplió el plazo para hacer una nueva rotación de dos codirectores, como ordena la ley, y fue la correspondiente al segundo mandato del presidente Santos.

Un cambio era claro: Carlos Gustavo Cano cumplía doce años como codirector, por tanto, debía salir de la corporación. Para reemplazarlo, el presidente Santos acudió al superintendente financiero, Gerardo Hernández Correa, a quien apreciaba y apoyaba.

A raíz del escándalo e intervención de la comisionista InterBolsa (2012), Hernández había enfrentado una suspensión temporal por parte de la Procuraduría, lo que el alto gobierno consideró injusto, por lo que lo respaldó. Tanto el ministro Mauricio Cárdenas como el primer mandatario consideraban que el superintendente había actuado idóneamente en esta difícil circunstancia en la vida del país.

Aunque al cabo del tiempo Hernández asegura que convertirse en miembro de la Junta Directiva no estaba en sus planes, muchos, entre ellos el gobierno, veían esta posibilidad como un paso natural en una extensa carrera hecha en el propio banco Emisor.

Como ya se mencionó, Gerardo Hernández fue secretario de la Junta Directiva desde agosto de 1994 hasta 2010, cuando fue designado superintendente financiero. Durante un largo tiempo ejerció en forma simultánea la Secretaría de la Junta y la Gerencia Ejecutiva del Banco de la República. Sin duda, era una de las personas que más conocían la institución internamente.

El ministro Cárdenas también veía conveniente tener en la Junta Directiva una persona con formación en derecho económico⁴⁴², algo que no había sucedido desde la inclusión de Nestor Humberto Martínez como codirector en 1991.

El presidente Santos lo llamó directamente para ofrecerle el cargo, lo que Hernández consideró un honor, pues en este caso, más que en cualquiera otro, sí que era volver a casa.

Como la rotación incluye el cambio de dos codirectores, había que escoger el otro miembro que dejaría la Junta. Los analistas veían dos opciones: Juan Pablo Zárate o César Vallejo Mejía, los dos nombrados por el anterior gobierno. La decisión recayó en este último, quien completaba dos periodos en la corporación (2009-2017).

Para sustituirlo, el presidente nombró al destacado economista José Antonio Ocampo, quien semanas atrás había aspirado a la Gerencia General del Banco. El

⁴⁴² Gerardo Hernández es abogado por la Universidad de los Andes, especializado en Derecho Administrativo por el Colegio Mayor de Nuestra Señora del Rosario. Adelantó estudios de Economía en el New School for Social Research de Nueva York y estudios sobre banca central en el Fondo Monetario Internacional.

también exministro de Hacienda estaba interesado en regresar a Colombia, después de una larga permanencia en los Estados Unidos, más exactamente en la Universidad de Columbia en Nueva York⁴⁴³.

Ocampo había colaborado con la administración Santos desde la Misión Rural, la cual lideró y en donde le entregó recomendaciones al gobierno en 2015. Por este y otros temas el presidente consideraba importante vincularlo al Banco. Sin duda, Ocampo le daría gran peso a la máxima autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, dada su amplia experiencia.

El único impase que parecía surgir para concretar su nombramiento era que su llegada no podría ser inmediata. Ocampo tenía compromisos en la Universidad de Columbia que terminarían en mayo de 2017; sin embargo, el presidente Santos consideraba que era tan positivo su ingreso a la Junta que valía la pena esperarlo. Por esta razón, la Junta Directiva sesionó incompleta, por dos meses, pero cumpliendo el quórum deliberativo y decisorio previsto en el artículo 35 de los Estatutos del Banco. Ocampo se integró al cuerpo colegiado y asistió a partir de la sesión del 26 de mayo.

En 2018, poco antes del cambio de gobierno (de Santos a Duque), el codirector Adolfo Meisel renunció⁴⁴⁴ a la corporación para asumir la rectoría de la Universidad del Norte en Barranquilla. Ya había completado su primer período fijo de cuatro años (fue nombrado en 2013), y estaba en medio del segundo, el cual debía culminar en 2021, fecha en la cual el presidente Duque haría la rotación que le correspondía a su administración⁴⁴⁵.

De esta manera, a un mes de terminar su mandato, el presidente Juan Manuel Santos hizo su último ajuste a la Junta Directiva del Emisor. En una visita de despedida de la corporación anunció que la nueva codirectora sería Carolina Soto, su alta consejera para el sector privado y competitividad. El jefe de Estado afirmó que por su trayectoria y conocimiento en el área fiscal sería importante en la Junta Directiva para las decisiones de política.

Soto, economista por la Universidad de los Andes, con máster en Economía del mismo centro de educación y máster en Administración y Políticas Públicas por la Universidad de Columbia, llegaba al banco central después de ocupar diversos cargos en el sector público⁴⁴⁶. Con este nombramiento se reforzó la presencia femenina en

⁴⁴³ Allí era el director de Concentración de Desarrollo Económico y Político en la Escuela de Asuntos Internacionales y Públicos, miembro del Comité sobre Pensamiento Global y COP residente de la Iniciativa para el Diálogo Político.

⁴⁴⁴ El 29 de junio de 2018 le fue aceptada la renuncia según Decreto 1124 del Ministerio de Hacienda.

⁴⁴⁵ Sobre su salida antes de terminar su período, Adolfo Meisel señaló que las renuncias son normales y obedecen a los ciclos de la vida y que en su caso era la culminación de una etapa profesional. “No creo que cambie nada. Es un reemplazo de uno por otro”, dijo en entrevista para este libro; Bogotá (2020).

⁴⁴⁶ Carolina Soto laboró en el Ministerio de Transporte, en el DNP y en el Ministerio de Hacienda, donde ocupó la Dirección de Presupuesto y el Viceministerio; su último cargo, antes de pasar al Banco de la República, fue la alta consejera para el Sector Privado y Competitividad en la Presidencia de la República.

el equipo de directores del Emisor, donde las mujeres quedaron con dos de los cinco asientos de dedicación exclusiva.

La primera reunión de Junta a la que asistió Carolina Soto sería también la despedida de Mauricio Cárdenas, quien tiene el registro de ser el ministro de Hacienda que ha presidido, por más tiempo y en un mismo gobierno, la Junta Directiva del Banco de la República (2012-2018)⁴⁴⁷. Aunque Alberto Carrasquilla tiene el récord en dos gobiernos diferentes, cuatro en la administración de Álvaro Uribe, y tres en la de Iván Duque.

⁴⁴⁷ El 27 de julio de 2018 se realizó la última sesión de Junta Directiva del Banco de la República del período de gobierno del presidente Santos.

REVALUACIÓN, TENSIONES Y EL MODELO A SEGUIR

Luego de sortear la crisis financiera internacional de 2008, la economía colombiana recobró dinamismo en 2010, año en el que creció 4,5%⁴⁴⁸, superior a lo esperado por los analistas. Esta recuperación se explicó, en parte, por la postura monetaria laxa que mantuvo el Banco de la República durante 2009 y 2010, y por un comportamiento muy favorable de los términos de intercambio (véase el Gráfico 2); como también, parcialmente, por ingresos importantes de flujos de capital⁴⁴⁹. Además, Standard & Poor's le otorgó nuevamente el grado de inversión a Colombia (seguirían luego las demás calificadoras), nota que se había perdido en 1999. La baja inflación y las menores tasas de interés incentivaron el consumo y, por ende, la demanda interna⁴⁵⁰.

En agosto de 2010 hubo cambio de gobierno. Comenzó la administración del presidente Juan Manuel Santos con un enfoque económico orientado a impulsar sectores líderes (las llamadas locomotoras), lo que también contribuyó a acelerar la recuperación de la actividad productiva.

Al entrar en funciones el nuevo gobierno, el ciclo de los productos básicos se encontraba en la fase ascendente, con precios del petróleo y el carbón elevados, lo que, sin duda, ayudó al buen desempeño económico.

Liderado por el Ministerio de Hacienda, el gobierno impulsó en el Congreso un paquete de reformas que tenían el propósito de reducir la pobreza y generar más y mejores empleos.

Sin embargo, la coyuntura económica presentaba un elemento perturbador para estos planes. La fuerte revaluación real, que tantos dolores de cabeza había producido a la administración Uribe, continuó hasta 2012 (Gráfico 11)⁴⁵¹: a septiembre de 2010 el peso colombiano era una de las monedas latinoamericanas más apreciadas frente al dólar.

El PIB creció a tasas muy altas en 2010 (4,5%) y sobre todo en 2011 (7,0%), pero al gobierno le preocupaba la revaluación de la tasa de cambio. Siendo la generación de

⁴⁴⁸ En 2009, afectada por la crisis global, la economía colombiana creció 1,1% (Fuente: *Boletín de Indicadores Económicos*, Banco de la República).

⁴⁴⁹ En noviembre de 2009 la JDBR decidió por mayoría reducir en 50 pb su tasa de interés de intervención y fijarla en 3,50%. En abril de 2010 decretó otra reducción de 50 pb, con lo cual la tasa quedó en 3% durante el resto de ese año.

⁴⁵⁰ La tasa de intervención vigente al final de 2008 estaba en 9,50%; al cierre de 2009 en 3,50% y de 2010 en 3% (*Boletín de Indicadores Económicos*, Banco de la República).

⁴⁵¹ Los excedentes de liquidez creados por la laxitud monetaria de los Estados Unidos, para recuperar la economía y enfrentar la crisis global de 2008, llevaron a que el dólar se devaluara frente a las monedas de las economías emergentes.

empleo una de las banderas del nuevo gobierno, la revaluación de la moneda era motivo de preocupación, pues este fenómeno prolongado y excesivo destruye puestos de trabajo y afecta principalmente al sector exportador y al que compite con las importaciones, pues lo puede sacar de la competencia internacional.

En este orden, la revaluación comenzó a desvelar al presidente Santos. Recién posesionado le confesó a su ministro de Hacienda, Juan Carlos Echeverry, que sus dos grandes preocupaciones eran las Fuerzas Armadas Revolucionarias de Colombia (FARC) y la tasa de cambio. A propósito, estas afirmaciones no eran muy diferentes a las de Carlos Gustavo Cano cuando era ministro de Agricultura (terrorismo y tasa de cambio).

Un mes después de asumir funciones, Santos expresó públicamente su inquietud respecto a la situación cambiaria. Al inaugurar el XXII Congreso Nacional de Exportadores en Medellín, dijo:

Entiendo que un dólar oscilando alrededor de los 1.800 pesos les dificulta la vida a los exportadores. Por eso estamos implementando una política económica coherente que ayude a frenar la tendencia revaluacionista en el mediano y el largo plazo, y buscando medidas para encontrar soluciones inmediatas⁴⁵².

Aunque durante su mandato Santos evitó las críticas públicas al Emisor, un estilo contrario al que caracterizó a su antecesor Álvaro Uribe, en aquella ocasión ante los exportadores aprovechó para enviarle un mensaje a la autoridad monetaria: “Le pedimos a la Junta Directiva del Banco de la República que sea más audaz y creativa al tomar medidas para frenar la revaluación, y apoyaremos y tendremos una relación muy coordinada con el Banco para que esas medidas puedan ser efectivas”, señaló.

Pero esa coordinación no sería una tarea fácil. Echeverry mantenía serias diferencias conceptuales con la Junta Directiva del Banco de la República por el papel que debía desempeñar como autoridad cambiaria. Eso generaba fuertes tensiones. “Debíamos corregir la actitud cambiaria y tener un manejo como Perú. Yo no decía que peleáramos contra el mercado, pues nadie le va a ganar. Lo que pensaba era que tuviéramos una actitud como ellos”, dijo Juan Carlos Echeverry, tiempo después.

El ministro sostenía que para entender el comportamiento de la tasa de cambio y enfrentar el problema, había que enfocarse en variables micro. En otras palabras, sostenía que era necesario conocer muy bien el mercado donde intervienen personas y empresas con todo tipo de transacciones en dólares (importaciones, exportaciones, ventas, compras, endeudamiento). En este orden, la apreciación del peso, provocada por la avalancha de dólares que entraban al país, podría enfrentarse con más acierto desde

⁴⁵² Palabras del presidente Juan Manuel Santos Calderón durante la instalación del XXII Congreso Nacional de Exportadores, auspiciada por Analdex; Medellín, 8 de septiembre de 2010. Sistema Informativo de Gobierno (SIG).

lo micro, y no enfocados exclusivamente en lo macro, como pensaba que era la visión de los técnicos del Emisor.

Por ello, el Ministerio de Hacienda conformó un equipo de profesionales, en especial expertos financistas y conocedores de los mercados y sus artimañas (menos macroeconomistas puros), que seguían los movimientos paso a paso de las emisiones de bonos, endeudamientos en dólares o monetizaciones de divisas⁴⁵³.

Para algunos, Echeverry quería fortalecer el área técnica del Ministerio de Hacienda para contrarrestar los argumentos cambiarios del Banco de la República y su equipo, con quienes tenía profundas diferencias.

Como recuerdan muchos de los codirectores de la época, en la primera sesión a la que asistió Echeverry en calidad de ministro de Hacienda⁴⁵⁴ se midieron los pulsos. El ministro era partidario de intervenir rápidamente en el mercado, es decir, comprando dólares, con una mayor discrecionalidad, como lo hacía Perú.

Por su parte, en la Junta había renuencia a cambiar las reglas de juego que se habían establecido, esto es, anunciar las intervenciones. Aunque reconocían que la apreciación del peso afectaba negativamente a unos sectores de la producción, la discusión radicaba en si la situación del momento justificaba el abandono de unos principios básicos en el manejo cambiario y monetario que acertadamente venía adoptando el Banco.

Incluso algunos codirectores pensaban que una intervención del Banco, cualquiera fuera su tamaño y duración, no revertiría significativamente la tendencia de apreciación del peso, puesto que ella obedecía a la debilidad del dólar en el contexto internacional. La intervención se justificaba si la apreciación del tipo de cambio era de carácter especulativo.

Claramente la política de compra de divisas en el mercado, para frenar la revaluación, requería la coordinación con el Ministerio de Hacienda en lo relacionado con los mecanismos de esterilización.

En esto hubo rápido acuerdo. A partir del 15 de septiembre de 2010 se reanudó el programa de acumulación de reservas internacionales (compra de divisas en el mercado cambiario) que el Banco había ejecutado hasta julio de ese mismo año, con el fin de

⁴⁵³ El grupo estaba integrado, en su círculo más cercano, por Bruce Mac Master (viceministro general), Rodrigo Suescún (viceministro técnico), Germán Arce (director de Crédito Público), Gloria Alonso (directora general de Política Macroeconómica) y Ana Fernanda Maiguashca (directora de Regulación Financiera).

⁴⁵⁴ El 20 de agosto de 2010 el ministro de Hacienda presidió por primera vez la Junta Directiva del Banco de la República. Hacían parte de esta el gerente general José Darío Uribe Escobar, y los codirectores Juan José Echavarría Soto, Carlos Gustavo Cano Sanz, Fernando Tenjo Galarza, César Vallejo y Juan Pablo Zárate.

contener la caída del precio del dólar. Se efectuaron compras diarias de por lo menos USD 20 millones mediante el sistema de subastas⁴⁵⁵.

En sesión de Junta Directiva del 24 de septiembre⁴⁵⁶ la corporación evaluó los resultados de su estrategia en materia cambiaria y ratificó su decisión de coordinar con el Ministerio de Hacienda medidas para el fortalecimiento de los instrumentos de intervención y esterilización. Se decidió mantener la compra diaria de por lo menos USD 20 millones, por al menos cuatro meses⁴⁵⁷.

En consonancia con la necesaria coordinación, a finales de octubre el ministro Echeverry anunció nuevas medidas del gobierno para contener la excesiva apreciación de la moneda. El Ejecutivo se comprometió a no monetizar USD 1.500 millones proyectados para 2010, entre ellos los dividendos de Ecopetrol. Se acordó con la petrolera el pago en el exterior de dichos recursos⁴⁵⁸.

Tras el seguimiento que el equipo de técnicos del Ministerio de Hacienda le hacía al mercado, se consideró necesario que una cuantiosa venta de una compañía, que implicaría la entrada de USD 1.000 millones, se hiciera por etapas para evitar que se inundara aún más el mercado.

La Junta Directiva del Banco de la República reconoció los esfuerzos del gobierno encaminados a contrarrestar la tendencia al fortalecimiento del peso, así como su compromiso con la reducción del déficit fiscal, lo cual ampliaba las posibilidades de intervención esterilizada del Banco en el mercado cambiario.

La tasa de cambio reaccionó y mantuvo una tendencia al alza hasta finales del año, con un nivel promedio de 1.896 pesos por dólar. Entre el 29 de octubre y el 30 de diciembre de 2010 el peso se devaluó 8%.

⁴⁵⁵ En un breve comunicado de prensa expedido el miércoles 15 de septiembre de 2010 se informó lo siguiente: “La Junta Directiva del Banco de la República decidió reanudar la acumulación de reservas internacionales. Para ello efectuará compras diarias de por lo menos US\$20 millones mediante el sistema de subastas competitivas por al menos cuatro meses contados a partir del día de hoy”.

⁴⁵⁶ Boletín de prensa del 24 de septiembre de 2010 en el que se informó que el Banco de la República reanuda la acumulación de reservas internacionales.

⁴⁵⁷ Durante 2010 el Banco realizó compras netas de divisas por UD 3.060 millones (boletín de prensa del lunes 11 de enero de 2011).

⁴⁵⁸ Otras medidas tomadas en ese momento fueron: modificación del Plan Financiero de 2011, con el fin de reducir los flujos de monetizaciones del Gobierno nacional central en USD 384 millones; la implementación por parte del Ministerio de Hacienda de una estrategia de cobertura cambiaria para los pagos de deuda externa del siguiente año; y apertura, a través de Finagro, de facilidades por un monto de hasta COP 50.000 millones, con el fin de apoyar la creación de coberturas cambiarias por parte de los sectores agrícolas exportadores (Fuente: *Memorias 2010-2011*, Juan Carlos Echeverry, Ministerio de Hacienda).

En noviembre el presidente Santos convocó a un grupo de notables economistas, colombianos y extranjeros, para que plantearan opciones para enfrentar la revaluación⁴⁵⁹, lo cual mostraba cuánto le preocupaba el asunto. Entre los asistentes estuvieron el exministro colombiano José Antonio Ocampo, el exministro argentino de economía Domingo Cavallo y el peruano Pedro Pablo Kuczynski.

Aunque la Junta Directiva del Banco de la República entendía que la compra diaria de USD 20 millones era una suma modesta con relación al tamaño del mercado (que movía un volumen de divisas sesenta veces superior), había acortado la brecha entre la revaluación del peso y la de las demás monedas del vecindario y otras economías que le compiten a Colombia.

Las posibilidades de ampliar el monto de la intervención dependerían de la capacidad de esterilización monetaria. Entre el 15 de septiembre de 2010, cuando se reinició el programa de compra de reservas internacionales, hasta el 25 de febrero de 2011, el peso colombiano se devaluó 5,7%, comportamiento contrario al registrado por otras monedas de la región.

A partir de allí, el debate de la Junta Directiva se centró entre la conveniencia de continuar la intervención o, por el contrario, suspenderla, como lo recomendaba el equipo técnico del Banco.

El ministro Echeverry propuso mantener la compra de dólares hasta junio de 2011, dado que el gobierno también se comprometía a dejar una suma importante de depósitos en el Banco de la República.

Los codirectores lo acompañaron en la recomendación y anunciaron en un comunicado de prensa la decisión de extender su programa de acumulación de reservas internacionales por al menos USD 20 millones diarios hasta el 17 de junio⁴⁶⁰.

En su informe de gestión (2010/2011), el ministro Echeverry recuerda que el año 2011 inició con presiones de revaluación, pero el precio del dólar en el mercado local se mantuvo relativamente estable hasta mediados de marzo, cuando la calificadora Standard & Poor's le otorgó el grado de inversión a Colombia. Estas buenas noticias, que confirmaron el buen manejo macroeconómico y fiscal de la economía colombiana, y que incentivaron la inversión extranjera en el país, se sumaron al pago de la segunda cuota del impuesto de grandes contribuyentes en el mes de abril y al mayor endeudamiento en moneda extranjera, lo que llevó a que la moneda nuevamente se apreciara.

El gobierno también anunció que a partir de mayo de 2011 el Ministerio de Hacienda realizaría compras de dólares en el mercado de divisas mediante la Dirección del Tesoro, por un monto de USD 1.200 millones, destinados a la constitución

⁴⁵⁹ La reunión se realizó el 13 de noviembre en la Casa de Nariño.

⁴⁶⁰ Boletín de prensa del 25 de febrero de 2011.

de un fondo en el exterior (que no serían repatriados), con el fin de retirar del mercado parte del exceso de oferta de la divisa estadounidense y con ello reducir las presiones revaluacionistas.

Así, el dólar mantuvo en mayo un precio promedio de COP 1.800. A finales de mayo Colombia obtuvo el grado de inversión de la calificadora Moody's y días después de Fitch, lo que acentuó nuevamente la revaluación debido a la sobreoferta de dólares dentro de la economía. Entre enero y diciembre de 2011 el Banco de la República compró divisas por USD 3.720 millones⁴⁶¹.

Sin duda, el tema de la intervención cambiaria era el asunto que más dividía a la Junta Directiva y, por supuesto, también el que más polémica generaba. La preocupación particular de la corporación no era defender un nivel de tasa de cambio, pues había consenso entre los codirectores que el régimen cambiario de libre flotación era el más conveniente para el país.

En el informe de la Junta Directiva al Congreso, presentado el 30 de marzo de 2012, se resume así el comportamiento de la tasa de cambio en Colombia y las acciones que tomó el Banco de la República:

En un esfuerzo por moderar cambios abruptos en esta variable (tasa de cambio), durante los primeros nueve meses de 2011 el Banco de la República intervino en el mercado cambiario mediante subastas diarias de US\$20 millones.

Durante los últimos meses de 2011 se produjo una tendencia a la depreciación del peso asociada con el nerviosismo de los mercados por la agudización de la crisis en Europa.

En lo corrido de 2012 ha empezado a manifestarse nuevamente una tendencia a la apreciación del peso tanto en términos nominales como reales, como resultado de la menor incertidumbre sobre la suerte de la economía europea, los mejores datos que se han dado a conocer sobre el desempeño de la economía de los Estados Unidos y la renovada confianza en la economía colombiana, respaldado por su buen desempeño durante 2011 y las perspectivas favorables para el presente año.

En este contexto, el pasado 6 de febrero se reinició el programa de intervenciones mediante subastas competitivas por US\$20 millones diarios, que el Banco interrumpió el 30 de septiembre. Hasta el momento, la Junta Directiva ha anunciado que dichas intervenciones se prolongarán al menos hasta agosto, por montos de por lo menos US\$20 millones diarios⁴⁶².

Poco antes de retirarse del gobierno, el ministro Echeverry le propuso a la Junta Directiva del Banco incrementar las compras diarias a USD 40 millones. Consideraba

⁴⁶¹ Informado el martes 10 de enero de 2012 por el Banco de la República.

⁴⁶² Banco de la República; viernes 30 de marzo de 2012.

que había espacio para hacerlo, pues la inflación estaba anclada a la meta⁴⁶³. Además, que, al doblar el monto, se podrían dar señales más estables a la economía en el marco del régimen de flotación, sin defender niveles de tasa de cambio específicos. Argumentaba razones en materia de empleo en Colombia, y sostenía que las señales de estabilidad eran cruciales para las pequeñas y medianas empresas.

Sobre la propuesta, la Junta estaba dividida. Algunos apoyaban a Echeverry teniendo en cuenta que la tasa de cambio es un factor importantísimo para la economía y la competitividad. Otro sector era partidario de mantener las reglas acordadas por la Junta Directiva.

Codirectores del momento señalan que fue esta una de las sesiones más tensas e incluso acaloradas en ese período. Echeverry no compartía la perspectiva de análisis del equipo técnico del Banco, según la cual la intervención se debía enfocar en función de la política monetaria y el mercado de TES. Para el ministro este análisis era elemental y rígido, dado que, en su criterio, la política no podía enfocarse exclusivamente en problemas de nivel o de volatilidad de tasa de cambio sino en sus efectos sobre el nivel de empleo.

Finalmente, la mayoría de la Junta no apoyó la propuesta del Ministerio de Hacienda de incrementar las compras diarias por USD 40 millones.

Aquella sería la penúltima reunión de Junta Directiva que presidía Juan Carlos Echeverry. El 24 de agosto de 2012 se despidió de sus colegas agradeciéndoles, pero también dejando una reflexión sobre el modelo de política monetaria y cambiaria de los últimos diez años.

Señaló que se debía procurar una mejora en los resultados en materia de crecimiento, empleo y estabilidad financiera, sin comprometer la inflación.

Dejó constancia de sus diferencias sobre las reglas del Banco en materia de intervención cambiaria de compras definidas y preanunciadas en determinado período, pues consideraba más conveniente una política de intervención permanente, dinámica y de volúmenes variables.

Los codirectores también agradecieron al ministro, pero quedó visto que las diferencias conceptuales en el manejo de la política cambiaria no se zanjaron.

Para Echeverry, la respuesta del Banco de la República en esta coyuntura de prolongada apreciación del peso había sido tímida. En abril de 2012, cuatro meses antes de retirarse de la cartera, el ministro Echeverry planteó públicamente el debate.

En una columna publicada en el periódico *El Tiempo*, titulada “El debate cambiario”, señaló que la tasa de cambio había alcanzado un nivel preocupante que debía llamar a todos a la reflexión. En uno de sus apartes dijo:

Cuando se trata de política cambiaria el dilema es: de un lado, crear inflación como resultado de comprar dólares con emisión monetaria. Del otro lado, acumular una

⁴⁶³ La inflación ese año fue del 2,44%.

sobrevaluación excesiva, por no actuar con suficiente decisión, la cual dos o tres años después desencadena una crisis cambiaria altamente costosa en empleo y bienestar. ¿Existe, entonces, la posibilidad de adelantar la política cambiaria sin crear inflación, y sin comulgar con apreciaciones persistentes y excesivas que alejen la economía del equilibrio?

La experiencia internacional de los últimos diez años ha mostrado la inmensa eficacia, en la lucha contra la inflación, de la estrategia de “meta de inflación”, con base en la banca central independiente. Así mismo, un número de países asiáticos y Perú han tenido éxito al acompañar esta estrategia antiinflacionaria de una gama de instrumentos para evitar períodos prolongados de divergencia de la tasa de cambio frente a su tendencia de mediano plazo.

Tras señalar que este es un tema central y controversial de política pública, en el que muchos de los interesados y los expertos deberían manifestarse, agregó que el país debería estudiar “la adopción de una estrategia más rica en instrumentos y objetivos, que conjugue de manera coordinada y coherente la ‘meta de inflación’ con una ‘intervención esterilizada’ más intensiva, buscando simultáneamente los dos objetivos de: 1) evitar que la inflación se aleje sistemáticamente de la meta fijada y 2) evitar que la tasa de cambio se aleje sistemáticamente de la tendencia de equilibrio de mediano plazo”.

EL CASO PERUANO

Sobre la política cambiaria del Banco Central de Reserva del Perú, a la que se ha hecho mención en varias ocasiones en este episodio, hay que señalar que muchos la vieron como un referente para Colombia.

Durante el primer año del gobierno Santos, los ministros Juan Carlos Echeverry y Juan Camilo Restrepo, de Hacienda y Agricultura, solían hacer alusión a Perú como ejemplo de audacia en materia de intervenciones en el mercado cambiario para enfrentar el fenómeno de la revaluación.

Para la Junta Directiva del Banco de la República la experiencia peruana en la estabilización de la tasa de cambio no era un asunto ajeno: en la corporación el tema se debatió en muchísimas ocasiones.

En particular, el codirector Carlos Gustavo Cano consideraba que ese país tenía una de las políticas de la región más efectivas en materia cambiaria.

Esto, motivó a que, entre el 9 y 10 de agosto de 2010, un grupo del Banco de la República viajara a Lima con el fin de estudiar los factores que determinaban la mayor estabilidad de la tasa de cambio en Perú. De la misión hicieron parte los codirectores Carlos Gustavo Cano y Juan José Echavarría; el gerente ejecutivo y al mismo tiempo secretario de la Junta, Gerardo Hernández, y el gerente técnico del Banco, Hernando Vargas, quienes se reunieron con el gerente general del banco central del Perú, Renzo Rossini, su equipo técnico y con otros funcionarios del sector público y dirigentes del privado. De regreso a Colombia los dos miembros de la Junta Directiva rindieron un informe, por separado, de sus impresiones sobre el manejo que hacía el banco central del vecino país⁴⁶⁴.

El codirector Juan José Echavarría señaló en su informe que la experiencia sugería que la mayor estabilidad de la tasa de cambio se debía en buena medida a las intervenciones cambiarias. Pero, aclaró, en primer lugar, que las autoridades peruanas estaban obligadas a no dejar fluctuar excesivamente la tasa de cambio en una economía en la que la mitad del crédito y de la liquidez se otorgaban en dólares (resultado de la hiperinflación de finales de los ochenta) y cuentan con todo el apoyo político necesario, pues la quiebra del sistema financiero afectaría a un sinnúmero de agentes. Además, el desarrollo de los mercados financieros era más precario en Perú que en Colombia, y ello llevaba a resultados diferentes si se aplicasen controles de capital. Finalmente, la situación fiscal de los dos países había sido completamente diferente. A manera de ejemplo, en el período 2010-2012 la deuda del Gobierno nacional central correspondía al 67 % del PIB en Colombia, y a solo el 21 % en Perú.

⁴⁶⁴ Los reportes se entregaron a mediados del mes de agosto de 2010.

Por su parte, Carlos Gustavo Cano destacó en su informe que, sin desmedro de su función prioritaria de velar por una inflación baja y estable (cuya meta anual es del 2 %), para la autoridad monetaria de Perú la estabilidad de su tasa de cambio real hace parte de su función objetivo. Agregó que las intervenciones en el mercado cambiario que hace el Banco Central de la Reserva del Perú no buscan alterar la tendencia estructural de su tasa de cambio, sino minimizar su volatilidad.

Lo cierto es que a los codirectores de la época les quedó claro que, si bien es importante aprender de la estabilización de la tasa de cambio en Perú, las condiciones económicas de los dos países son muy diferentes. La principal diferencia en las últimas décadas ha sido la situación fiscal: Colombia ha tenido un déficit público que ha debido financiar directamente trayendo dólares desde el extranjero, o indirectamente facilitando la entrada de capitales de portafolio para que compraran TES en el mercado interno. Perú, en cambio, ha tenido superávit o muy bajos déficits, por lo que no tuvo que atraer financiamiento público. Como quien dice, Perú es Perú y Colombia es Colombia.

Valga decir en este punto que hay un amplio consenso entre los codirectores que han pasado por el Banco de la República en que las intervenciones cambiarias, con algunas excepciones, han tenido un impacto significativo, pero de corta duración.

Juan José Echavarría (2019) recuerda que entre 2005 y 2007 se utilizó el mecanismo de compras discrecionales, con una efectividad moderada. En un solo día se compraron cerca de USD 700 millones a mediados de 2007, y cerca de USD 500 millones a finales de 2005.

Menciona Echavarría que a comienzos de 2006 varios miembros de la Junta presintieron que ciertos bancos privados obtenían utilidades a costa de las intervenciones del banco central, mientras el impacto de las “intervenciones estratégicas” era bajo. Por ello se optó por una modalidad alternativa entre 2010 y 2014, transparente, con compras directas diarias de montos similares y valores totales preanunciados por período.

INFLACIÓN DE LARGO PLAZO Y VICISITUDES DEL CAMINO

Alcanzar el llamado nivel de estabilidad de precios y consolidarlo después fue el logro más importante de la política monetaria en la segunda década del presente siglo.

La inflación fue del 2,0% en 2009 (Gráfico 7), por lo que a finales de dicho año la Junta Directiva del Banco de la República le anunció al país que la meta de inflación para el año siguiente sería del 3%, es decir, el objetivo de largo plazo al que se había previsto llegar en 2011. Como quien dice, se adelantaron los planes⁴⁶⁵. Vimos antes que este nivel deseable del 3% se había determinado en el año 2000, una década antes de lograrlo.

Para los codirectores de la época⁴⁶⁶ las condiciones que presentaba la economía permitían esperar que, en lo sucesivo, la inflación se ubicara en promedio alrededor del 3%, nivel que facilitaría las decisiones de política monetaria y generaría grandes beneficios para los colombianos.

En efecto, entre 2010-2020 la inflación osciló alrededor de dicha meta de largo plazo (véase el Gráfico 7). Solo en cuatro años de ese período se apartó del rango establecido entre el 2% y 4%. En dos ocasiones (2015 y 2016) estuvo por encima del límite superior (con 6,77% y 5,77%, respectivamente) y en otras dos (2013 y 2020) por debajo del piso (1,94% y 1,61%).

Claramente, la tarea no fue fácil, dados los choques transitorios de diversa intensidad y naturaleza recibidos por la economía en el período que ocupa la atención de este episodio; pero, antes de continuar con el proceso de consolidación de la inflación de largo plazo, veamos algunos antecedentes históricos de la definición de las metas a lo largo del tiempo.

A partir de la reforma constitucional de 1991, la Junta Directiva del Banco de la República estableció metas puntuales de inflación anual, con el propósito de ponerle fin a varias décadas consecutivas de inflación moderada-alta⁴⁶⁷.

Hasta 1998 hubo inflación de dos dígitos (el promedio del período 1990-1997 fue del 23,5%) y en 1999 se logró reducirla al 9,23%, convirtiéndose en uno de los mayores

⁴⁶⁵ En comunicado de prensa la Junta Directiva informó que en la sesión del 23 de octubre de 2009 se acordó que la meta de inflación para el año 2010 será el rango entre 2% y 4%, con 3% como meta puntual para efectos legales. Esto significó adelantar un año los planes, pues la Junta tenía previsto para 2011 alcanzar la meta de largo plazo.

⁴⁶⁶ La Junta estaba integrada por Óscar Iván Zuluaga Escobar, ministro de Hacienda; el gerente general, José Darío Uribe, y los codirectores Carlos Gustavo Cano, Juan José Echavarría, César Vallejo, Fernando Tenjo y Juan Pablo Zárate.

⁴⁶⁷ El promedio de inflación en los años ochenta fue del 23,3%.

hitos en la historia de la autoridad monetaria, en cabeza de la Junta Directiva del Banco de la República, después de la reforma constitucional de 1991⁴⁶⁸.

Luego, al entrar el nuevo siglo y con la estrategia de inflación objetivo con flexibilidad cambiaria (octubre de 1999), las acciones de política se orientaron a alcanzar y mantener una inflación baja y estable.

Con este horizonte, fue en 2001 cuando la Junta Directiva definió que la meta de inflación de largo plazo sería del 3%⁴⁶⁹. Más allá de ese año el Banco de la República continuaría estableciendo metas decrecientes hasta llegar al nivel considerado de estabilidad de precios en el país.

Sobre la velocidad óptima de desinflación no había acuerdo. Según los técnicos del Banco, la teoría indicaba que, una vez la inflación llegaba a un dígito, la velocidad se iba reduciendo.

A partir de 2002 la Junta estableció rangos de inflación, cuyo punto medio era la meta específica para cada año, siempre buscando converger hacia aquel nivel deseado de largo plazo (es decir, 3%) y velando por el poder adquisitivo de la moneda.

En los primeros tres años del nuevo siglo la inflación disminuyó gradualmente, y entre 2004 y 2006 se cumplió la meta establecida, lo que le permitió al Banco de la República ganar credibilidad acerca de su capacidad de mantener bajo y estable el nivel general de precios⁴⁷⁰.

Sin embargo, esa credibilidad fue seriamente golpeada ante el incumplimiento en los años 2007 y 2008⁴⁷¹, cuando la inflación fue del 5,69% y 7,67% (en ambos casos superior al techo del rango meta fijado).

En estos dos años hubo fuertes presiones inflacionarias. Según el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, la política monetaria (con incrementos

⁴⁶⁸ Las metas de inflación en la década de los noventa fueron así (en paréntesis la observada): 1992: 22% (25%); 1993: 22% (22,6%); 1994: 19% (22,59%); 1995: 18% (19,46%); 1996: 17% (21,63%); 1997: 18% (17,68%); 1998: 16% (16,7%); 1999: 15% (9,23%).

⁴⁶⁹ En comunicado de prensa, tras la sesión del 22 de noviembre de 2001, la Junta Directiva del Banco de la República dijo sobre la meta de inflación de largo plazo del 3%:

Este nivel se entiende como el valor alrededor del cual la inflación oscilará en el futuro y ha sido considerado adecuado por ser lo suficientemente bajo como para no afectar negativamente las decisiones de los agentes económicos, aunque positivo para permitir eventuales intervenciones expansivas de la política monetaria, facilitar los ajustes en los precios relativos y reconocer los posibles sesgos en la medición del IPC.

⁴⁷⁰ Metas de inflación en los primeros años de la década de los dos mil (en paréntesis la observada): 2000: 10% (8,75%); 2001: 8% (7,65%); 2002: 6% (6,99%); 2003: 5,5% (6,49%); 2004: 5,5% (5,50%); 2005: 5% (4,85%); 2006: 4,5% (4,48%).

⁴⁷¹ La inflación en 2007 fue del 5,69% (mayor en 119 pb al límite superior del rango meta fijado para el mismo año) y en 2008 del 7,67% (superior en 317 pb al techo del rango meta fijado).

sucesivos de la tasa de interés y de aumentos del encaje bancario) buscó moderar la expansión de la demanda agregada, para hacerla más compatible con la capacidad potencial de la economía. En 2007 la demanda interna aumentó 10 %, agudizando con ello las presiones inflacionarias.

En 2008 era alto el riesgo de incumplir nuevamente la meta. Los precios del petróleo y de otros productos básicos se mantuvieron elevados, lo que generó alzas internas en algunos bienes regulados (gasolina, transporte, etc.) y en los alimentos. La política monetaria fue restrictiva durante 2007 y hasta mediados de 2008. La estabilidad financiera era un frente de gran preocupación para la Junta Directiva del Banco de la República⁴⁷², dada la crisis financiera global.

En el año 2009 la economía colombiana creció al 1,7 %, tras la agudización de la crisis financiera en los Estados Unidos. Con una menor dinámica económica y la política expansiva del Emisor, la inflación anual cerró en un 2 %, el dato más bajo desde noviembre de 1955.

Ahora bien, retomando el hilo sobre el camino hacia la estabilidad de precios y su consolidación, hay que señalar que, según los pronósticos iniciales, para 2010 se esperaba que la inflación aumentara por causa del fenómeno de El Niño, el cual afectaría los precios de los alimentos y de algunos servicios regulados, como la energía.

Sin embargo, las bajas presiones de demanda interna y externa (esto último debido, en parte, a las restricciones comerciales de Venezuela), junto con un tipo de cambio que se había apreciado, y unos precios externos más favorables que los previstos, compensaron el efecto del fenómeno climático (Banco de la República, 2010).

La Junta Directiva del Banco de la República mantuvo una postura monetaria laxa con tasas de interés en niveles del 3 %, lo cual generó las condiciones para permitir un crecimiento sostenido de la economía. Al concluir el año la inflación anual al consumidor se ubicó en el 3,17 % (alrededor del centro del rango meta fijado).

Pero la ola invernal, iniciada en 2010, continuó causando efectos adversos, ya que muchos cultivos se afectaron en su etapa de siembra a finales del año, causando una disminución en las cosechas en 2011. Como recuerda Juan Carlos Echeverry (2011), la transición del fenómeno de El Niño al de La Niña generó grandes inundaciones y derrumbes en distintas carreteras, ocasionando, por consiguiente, un incremento en los costos del transporte. Esta situación se reflejó en un aumento de la inflación de alimentos⁴⁷³.

⁴⁷² Después de la caída de Lehman Brothers, lo que era una tendencia hacia la revaluación dio un giro hacia la devaluación, pues los capitales que estaban entrando empezaron a salir. A esto se sumó el incremento en las primas de riesgo internacionales.

⁴⁷³ Juan Carlos Echeverry, *Memorias, 2010/2011*, Ministerio de Hacienda.

A partir de febrero de 2011 la Junta Directiva comenzó a subir tasas de manera gradual hasta febrero de 2012. En este ciclo hubo ocho alzas de 25 pb cada una. Al final de 2011 la inflación cerró en el 3,76 %, ubicándose así en la parte superior del rango establecido.

Para 2012 la autoridad monetaria ratificó la meta cuantitativa de inflación del 3 %, y agregó en el comunicado de prensa la expresión: “en un rango de ± 1 pp”. Originalmente se hacía énfasis en el concepto de rango entre el 2 % y 4 %.

A mediados de aquel año el Banco cambió la postura de política, tras considerar que la actividad económica podría desacelerarse por la profundización de la crisis de la deuda europea (en la zona euro). El nuevo ciclo expansivo se mantuvo hasta marzo de 2013.

Por dos años consecutivos (2012-2013), y por primera vez, la inflación observada fue inferior a la meta de largo plazo: 2,44 % y 1,94 %⁴⁷⁴.

José Darío Uribe destaca en su informe de gestión (2016), refiriéndose a dicho período, que gracias a las medidas adoptadas por el Banco la inflación convergió al rango de control y se mantuvo alrededor de la meta de largo plazo hasta 2014, al tiempo que la política monetaria contribuyó a que la economía colombiana resistiera mejor la crisis financiera internacional.

⁴⁷⁴ El período 2011-2013 fue de expansión económica, con crecimientos anuales del 6,9 %, 3,9 % y 5,1 %. Este buen desempeño obedeció, en parte, a condiciones externas favorables, como las altas cotizaciones del precio del petróleo (la referencia Brent alcanzó un promedio de USD 110/barril); la fuerte demanda externa de nuestros productos, y grandes entradas de capital extranjero. Todo esto, unido a un escenario de tasas de interés internacionales en niveles históricamente bajos.

UN MOMENTO CRÍTICO Y EL DESPLOME DEL PETRÓLEO

A mediados de la segunda década del siglo XXI ocurrió uno de los incidentes económicos más complejos para el manejo de la política monetaria. La economía recibió varios choques de enorme impacto, que exigieron de la mayor coordinación entre el gobierno y la Junta Directiva del Banco de la República.

El precio del petróleo se desplomó a finales de 2014, mientras que el de otros bienes básicos exportados, como café, níquel y carbón, disminuyó fuertemente. Este comportamiento del sector externo generó una desaceleración del crecimiento económico y puso en serios problemas las finanzas públicas⁴⁷⁵.

El valor del dólar pasó desde COP 1.846 por unidad a finales de julio de 2014 hasta COP 3.435, lo que equivale a una devaluación del 86 %, fenómeno que se producía luego de una década en la que se mantuvo una tendencia a la apreciación frente al dólar (con pocas interrupciones, como ocurrió durante la crisis financiera internacional)⁴⁷⁶. Además, la inflación promedio de alimentos fue del 10,09 % entre marzo de 2015 y agosto de 2016, con un valor pico del 15,7 % en julio de 2016. A ello contribuyó el comportamiento del clima, pero también el paro camionero de mediados de 2016.

La inflación se convirtió en un auténtico dolor de cabeza, lo que enfrentó a la autoridad monetaria a grandes desafíos y dilemas. A comienzos de dicho año las discusiones internas de la Junta Directiva se concentraron en analizar en qué momento iniciar el ciclo alcista de tasas ante el crecimiento de la inflación, pero teniendo en cuenta el impacto económico que estaba provocando el desplome del precio del petróleo. En agosto de 2014 se había hecho el último incremento de tasas, fijándola en 4,5 %⁴⁷⁷.

Frente a la decisión de cuándo empezar a subir tasas, la Junta estaba dividida, pero con una clara mayoría hacia esperar un poco más.

El debate también había saltado a la opinión pública, en donde algunos se preguntaban cómo resolvería la Junta Directiva el dilema de corto plazo, sobre cómo controlar la inflación o propender por el crecimiento.

En medio de esta situación ocurrió un evento que le reveló a la opinión pública cómo estaba el balance dentro de la corporación.

Carlos Gustavo Cano, después de la sesión de Junta del 31 de julio de 2015, cuando votó por un incremento de 25 pb (propuesta que fue derrotada), le concedió al periodista

⁴⁷⁵ La renta petrolera del país pasó de COP 23 billones (2013) a COP 3 billones (2016).

⁴⁷⁶ En el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de julio de 2015 se explica en mayor detalle la coyuntura.

⁴⁷⁷ La reunión de Junta Directiva del 29 de agosto de 2014 incrementó en 25 pb la tasa de interés de intervención, la cual se ubicó en el 4,5 %. Este nivel se mantuvo hasta septiembre del año siguiente.

Yamid Amat una entrevista que fue publicada en *El Tiempo* el domingo 23 de agosto y que llevó el título “Hay que subir las tasas de interés para contener la inflación”⁴⁷⁸.

En el reportaje Cano señaló que la inflación seguía aumentando y completaba medio año por encima del límite superior del rango meta, situado entre el 2 % y 4 %. Advirtió que ya no era solo por los alimentos, pues sin estos se había trepado al 3,98 %, tocando el límite superior. “Y, lo que es aún más delicado para un banco central: por causa de la persistencia de la inflación, hay serios indicios de que las expectativas de inflación podrían estar comenzando a desanclarse de la meta, lo cual complicaría en materia grave su control”, dijo.

Ya por fuera de la Junta Directiva (en 2020), Cano relató los argumentos que esgrimió y que no fueron acogidos por sus colegas de Junta:

Mi propuesta fue derrotada por la mayoría de mis colegas, y debo confesar que me invadió un sentimiento de angustia por mi firme convencimiento de que deberíamos haber comenzado a actuar de inmediato endureciendo la política monetaria, a fin de frenar la inflación antes de que fuera demasiado tarde.

Dicho criterio no lo expresé únicamente en el seno de la Junta, sino en distintos escenarios, académicos, empresariales y gremiales a los que solía asistir al igual que mis colegas, atendiendo sus invitaciones formales para exponer, en mi calidad de miembro de la Junta Directiva del Banco, mis ideas y percepciones sobre la marcha de la economía.

Se trataba del más elemental ejercicio de rendición de cuentas ante la ciudadanía, por parte de que quienes, sin haber sido elegidos mediante el voto popular, habíamos recibido el encargo del manejo de la mercancía más importante de la sociedad: la moneda. Al conocerse mi posición sobre el particular, el periodista Yamid Amat me solicitó concederle un reportaje en el diario *El Tiempo*.

Cabe señalar que el viernes antes de la publicación de dicha nota periodística hubo Junta Directiva y Cano había insistido, nuevamente, en la necesidad de incrementar las tasas de interés, pero otra vez fue derrotado por la mayoría de sus colegas⁴⁷⁹.

⁴⁷⁸ Cano afirma que la entrevista (concedida al periodista Yamid Amat) se realizó a mediados de agosto, bajo la condición de que fuera publicada después de la reunión de la Junta del 21 de agosto. Esto, en razón a la regla denominada *blackout*, consistente en que los miembros de la Junta deben abstenerse de dar declaraciones públicas dentro de la semana inmediatamente anterior a la celebración de las reuniones formales de la corporación.

⁴⁷⁹ En este tema de la inflación en el año 2015 no hay que dejar de lado las dificultades de la política económica en Colombia. Parte de la discusión de aquel momento tuvo que ver con la disparada del precio del arroz por efectos climáticos, lo que estaba impactando la inflación. Como dice Adolfo Meisel, codirector en aquellos años, la respuesta obvia o fácil habría sido importar arroz, pues en el ámbito internacional se conseguía muy por debajo de lo que estaba en Colombia. Pero, he ahí la cuestión: se necesitan tantas autorizaciones que no se lograría.

Este tipo de debates públicos, generados a partir de declaraciones de los codirectores a los medios de comunicación, nunca ha caído bien en la Junta Directiva y, por supuesto, esta no fue la excepción.

En septiembre de 2015 los codirectores, viendo más probable el riesgo de una mayor inflación que una desaceleración excesiva, cambiaron la postura de política y comenzó así un ciclo gradual de alzas (de 25 pb) que se extendió hasta julio de 2016.

Sobre esas complejas decisiones, Mauricio Cárdenas, para entonces ministro de Hacienda, recuerda que la economía se estaba desacelerando, pero como el problema de la inflación era dominante, el gobierno estuvo de acuerdo, incluso el presidente Santos, en subir la tasa de intervención para controlar la inflación⁴⁸⁰.

En el informe correspondiente a diciembre de 2015⁴⁸¹ el gerente, José Darío Uribe, indicó lo siguiente: “aunque históricamente la transmisión de la depreciación del peso a los precios al consumidor ha sido baja, el actual nivel de la tasa de cambio es inusualmente alto y persistente, y puede seguir impactando con rezago las cotizaciones de bienes y servicios importados”. En efecto, la devaluación siguió presionando la inflación, unida a un fenómeno de El Niño que comenzó en 2015 y tuvo su pico más fuerte en 2016.

La Junta Directiva estaba decidida a endurecer la política monetaria para cumplir los objetivos de inflación. En esta ocasión decretó un incremento en la tasa de 25 pb. Así lo explicó en las minutas de la reunión del 18 de diciembre de 2015⁴⁸².

La mayoría de los miembros de la Junta, teniendo en cuenta la dinámica de la demanda interna, los factores de inflación y el nivel del déficit en cuenta corriente, considera que es necesario un incremento en la tasa de interés de 25 p.b. y la reiteración del mensaje de que nos encontramos en una senda de endurecimiento de la política monetaria. Una senda de incrementos como la anunciada es conveniente ya que fortalece la señal del compromiso de la Junta con los objetivos inflacionarios, permite calibrar mejor la respuesta óptima ante los nuevos choques externos y hace más predecible para el mercado los movimientos de la Junta, mejorando así la transmisión de la política monetaria. La duración de esa senda será la necesaria para que la inflación converja a su meta en 2017.

Al cierre de 2015 el país registró la inflación más alta de los últimos siete años, con una variación del 6,77 %, solo superada por el dato de 2008, el cual la ubicó en 7,67 %.

La Junta Directiva sabía que volver al nivel de largo plazo (3 %) tomaría tiempo. Sin embargo, era importante que la sociedad confiara en que la autoridad monetaria seguía comprometida en buscar el llamado nivel de estabilidad de precios. Por ello, el 27 de

480 En entrevista para este libro; Bogotá (marzo de 2020).

481 Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 29 de enero de 2016.

482 Fueron publicadas el 30 de diciembre de 2015.

noviembre de 2015 el Banco anunció que para el año siguiente se mantenía la meta de inflación del 3 %, base de la estrategia de política monetaria.

En el comunicado de prensa divulgado tras la reunión señaló: “[...] la inflación se ha desviado de la meta de forma temporal. Por el tamaño y la persistencia de los efectos de estos choques, se espera que la convergencia de la inflación a la meta se dé en un horizonte de política de dos años”.

En resumen, el choque de una tasa de cambio devaluada presionó durante dos años sobre la inflación. Empezó en 2015 (en agosto la TRM superó los 3.000 pesos por dólar) y no paró hasta finales de 2016 (en febrero la TRM ya estaba por encima de los 3.400 pesos).

La codirectora Ana Fernanda Maiguashca recuerda aquellos momentos: “Los dos choques más importantes en la historia moderna, en términos de inflación, los estábamos recibiendo simultáneamente. Pero no parecía suficiente y vino el paro camionero de junio de 2016⁴⁸³. Este duró 46 días, convirtiéndose en el más largo de la historia.

Las expectativas de inflación crecieron y lo menos que quería la autoridad monetaria era que la sociedad perdiera credibilidad en el Banco y comenzara una inercia inflacionaria. Lo peor sería que la gente empezara a marcar precios por la inflación observada. Por ello el apretón monetario siguió hasta el inicio del segundo semestre de 2016.

Pero el dato más preocupante estaba por conocerse. La inflación saltó del 8,7 % en junio de 2016, al 9 % en julio, la tasa más alta en dieciséis años, habiendo permanecido durante dieciocho meses por encima del límite superior del rango meta.

En la reunión del 29 de julio de aquel año hubo un intenso debate. Ese día, por mayoría, la Junta Directiva decidió incrementar la tasa de interés de intervención en 25 pb, fijándola en 7,75 %, siendo este el último incremento en aquel ciclo de endurecimiento de la política monetaria.

Según consta en las minutas de dicha reunión⁴⁸⁴, dentro del grupo mayoritario que votó por el incremento, algunos señalaron que, de no hacer esfuerzos suficientes para controlar la inflación alta, muy probablemente esto redundaría en pérdida de credibilidad de la autoridad monetaria. Dada la fuerte incertidumbre de los mercados internacionales, persistía el riesgo de futuras presiones a la devaluación y por esta vía a la inflación.

En la siguiente reunión del 31 de agosto de 2016 la Junta decidió mantener el nivel que traía. Según las minutas de dicha sesión⁴⁸⁵, los miembros de la Junta Directiva destacaron la caída del crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2016 al 2 %, cifra menor a la esperada por el equipo técnico del Banco (2,6 %). Las causas y consecuencias

⁴⁸³ En entrevista para este libro; Bogotá, febrero de 2020.

⁴⁸⁴ Las minutas de la reunión del 29 de julio de 2016 fueron publicadas el 12 de agosto.

⁴⁸⁵ Publicadas el 16 de septiembre de 2016.

de ese resultado fueron tenidas en cuenta por los miembros de la Junta para fijar su posición sobre la postura de la política monetaria.

Un dato interesante se conoció en aquel momento. En el comunicado de prensa se informó que, en adelante, sería revelado el balance de votos de los codirectores (más no el nombre de cada votante, un tema que abordaremos más adelante).

Para esa ocasión, la decisión de mantener inalterada la tasa de interés contó con la aprobación de seis miembros de la Junta, mientras que solo uno votó por incrementarla 25 pb. Carlos Gustavo Cano confesaría, tiempo después, que fue él quien propuso elevar la tasa de interés de política en un cuarto de punto⁴⁸⁶.

En las sesiones del 30 de septiembre y 28 de octubre de 2016 la decisión de mantener las tasas inalteradas contó con la aprobación de los siete miembros de la corporación. Pero en la reunión de noviembre dos codirectores votaron por reducir la tasa en 25 pb y cinco consideraron que todavía no era hora de bajarla.

Para los primeros había llegado el momento de comenzar a relajar la política monetaria, entre ellos el ministro Mauricio Cárdenas, quien confesó, años después, que lo más complejo fue convencer a la Junta de esa postura. “Llegar a ese momento fue muy difícil. Nunca hubo consenso para dar ese inicio. Hubo codirectores que las querían mantener altas hasta que la inflación se viera en el 3 %. Las discusiones fueron intensas y las votaciones muy apretadas. Afortunadamente, comenzaron a bajar porque eso para mí era fundamental”, dijo⁴⁸⁷.

Dentro de la Junta pesaba la incertidumbre frente a la aprobación de la reforma tributaria estructural que el gobierno había presentado al Congreso. Si el proyecto de ley no pasaba, podría tener un impacto significativo en las finanzas públicas y un efecto hacia la devaluación⁴⁸⁸.

Finalmente, en la reunión del 16 de diciembre de 2016, en una reñida votación la Junta aprobó la primera reducción de las tasas desde 2014, año cuando se inició el ciclo de contracción monetaria. Cuatro codirectores votaron a favor de disminuir la tasa de interés de intervención en 25 pb; los tres restantes por mantenerla inalterada.

Según se lee en las minutas de aquella sesión, quienes votaron por el recorte argumentaron que la desaceleración de la demanda agregada y las mejores proyecciones de inflación permitían disminuir la tasa de interés. Otro factor que reducía el riesgo era el acuerdo de recorte de producción de petróleo promovido por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) que estabilizaría los precios del crudo en 2017.

⁴⁸⁶ En diálogo para este libro; Bogotá, junio de 2020.

⁴⁸⁷ En entrevista para este libro; Bogotá (marzo de 2020).

⁴⁸⁸ El proyecto de reforma tributaria que el gobierno presentó al Congreso contemplaba el aumento del IVA del 16 % al 19 %. La nueva tarifa comenzaría a regir desde el primero de enero de 2017.

Los otros miembros consideraban que, a pesar de que la inflación iba convergiendo a su meta, aun no existían indicios suficientemente fuertes de que la velocidad de convergencia fuera la adecuada.

Con esta reducción de un cuarto de punto, el año 2016 terminó con una tasa de interés de intervención en 7,50 %, dando paso a un nuevo ciclo de expansión monetaria, que comenzaría al año siguiente.

Este momento coincidió con el cambio en la Gerencia General del Banco de la República. Aquella sería la última Junta a la que asistía José Darío Uribe como gerente general. A partir del 4 de enero de 2017, Juan José Echavarría asumiría el cargo⁴⁸⁹. También sería una de las últimas reuniones de Carlos Gustavo Cano, quien en enero dejó la Junta por completar el máximo período legal (doce años).

A manera de resumen de aquellos duros años, José Darío Uribe dijo en su informe de gestión al frente de la Gerencia General que la magnitud de la depreciación del peso, que alcanzó cerca del 60 % entre mediados de 2014 y junio de 2016, impactó la inflación al consumidor, a pesar de que el traspaso de la depreciación a los precios internos es bajo en Colombia. A esto se añadieron los efectos del fenómeno climático de El Niño sobre los precios de los alimentos y la energía. El resultado fue un fuerte aumento de la inflación al consumidor, que superó ampliamente la meta del 3 % establecida por la Junta Directiva del Banco de la República (Uribe, 2016).

El año 2017 llegaría con menos presiones y nuevos integrantes a la corporación. Se esperaba que los fuertes choques transitorios que desviaron la inflación de la meta continuaran diluyéndose, en un entorno de actividad económica débil. Por ello, la Junta Directiva comenzó a bajar tasas a partir de febrero.

Sin embargo, en el primer semestre el descenso de la inflación se veía muy lento. Varios factores lo explicaban. Uno de ellos, de carácter transitorio, fue el aumento del IVA del 16 % al 19 %, aprobado en la reforma tributaria. El precio de la gasolina, también afectado por dicha reforma, registró aumentos altos (Echavarría, 2017).

Ante el riesgo de que el deterioro de la actividad productiva fuera más acentuado de lo que se había previsto, en junio la Junta Directiva redujo la tasa de interés en 50 pb. Entre diciembre de 2016 y julio de 2017 la tasa de interés de política se había reducido en 225 pb.

En la reunión del 24 de noviembre, la Junta Directiva ratificó que la meta de inflación era del 3 %, en un rango entre el 2 % y 4 %. Además, reforzó que las acciones de política monetaria seguirían encaminadas a alcanzar ese objetivo. Precisó que el resultado de inflación podrá oscilar alrededor de este nivel, dependiendo de choques macroeconómicos o sectoriales y de la propia dinámica del proceso inflacionario.

⁴⁸⁹ La elección se realizó el 12 de diciembre de 2016. La Junta Directiva del Banco de la República designó a Juan José Echavarría Soto como gerente general en reemplazo de José Darío Uribe Escobar, para el período de cuatro años que inició el 4 de enero de 2017.

Después de dos años, en 2017 la inflación retomó la senda de largo plazo, llegando al 4,09 % en el límite superior del rango meta. Para 2018 volvió al nivel de estabilidad. Ese año se situó en el 3,18 %.

En 2017 los miembros de Junta discutieron sobre la utilidad de señalar un rango meta o solo el nivel del 3 %. Llegaron a la conclusión de que es necesario explicarle a la opinión pública que la inflación está sujeta a choques transitorios, los cuales, como señalara José Darío Uribe (2016), no siempre pueden ni deben ser contrarrestados por la política monetaria.

Señalaron que siendo el cumplimiento de la meta de inflación un asunto de gran importancia para la credibilidad de la Junta Directiva y de la política monetaria, mencionar el rango era más conveniente que solo señalar una meta puntual. Faltó poco para regresar al rango a finales de 2017 (4,1 % observado, comparado con el límite superior de 4,0 %), con valores en el rango en 2018 y 2019. Lo clave es regresar cerca a la meta de largo plazo del 3,0 %, pero el rango también resulta importante en materia de comunicación: se envía el mensaje de que las fluctuaciones temporales no implican una falta de compromiso del banco central con el objetivo de mantener la estabilidad de precios.

LA LÍNEA RENOVABLE CON EL FMI

Durante la segunda década del presente siglo el país renovó en repetidas ocasiones la línea de crédito flexible (LCF) con el FMI, ajustando su monto a los riesgos externos de la economía. Aunque este asunto no suscitó debates ni controversias dentro de la Junta, se expone en esta historia por su importancia.

La LCF es uno de los nuevos instrumentos financieros ofrecidos por el FMI, con el cual se busca apoyar a los países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco institucional⁴⁹⁰, particularmente en momentos de alta volatilidad internacional. Siempre se pensó, además, como una línea “transitoria”.

Como se relató en capítulos anteriores, Colombia accedió por primera vez a esta línea en 2009, cuando estaba recién creada por el organismo multilateral. Esa solicitud fue aprobada en mayo de aquel año por aproximadamente USD 10.400 millones⁴⁹¹. La siguiente es la secuencia de las prórrogas y las motivaciones que se tuvieron para hacerlo.

Entendiendo los beneficios de la línea⁴⁹², entre ellos las señales que envía al mercado sobre el manejo prudente de la economía, en marzo de 2010 la Junta Directiva del Banco autorizó su renovación por un monto menor al de 2009, considerando que la percepción de riesgo era sustancialmente inferior. Además, los indicadores de reservas internacionales proyectados estaban por encima de los niveles estimados un año atrás, cuando se analizó el primer acceso de Colombia a la LCF.

El 7 de mayo de 2010 se confirmó la prórroga por un año. Luego, en febrero de 2011 la Junta Directiva recomendó renovar la LCF por otros dos años, teniendo en cuenta que había aumentado la incertidumbre económica en Europa. En mayo el FMI dio su aprobación por aproximadamente USD 6.100 millones.

En febrero de 2013 la Junta analizó la conveniencia de renovar el cupo, tras considerar que los indicadores de percepción de riesgo para Colombia podían revertirse en cualquier momento y generar inestabilidad para la economía. La situación de la deuda en la zona del euro seguía sembrando incertidumbre en el mundo entero.

La LCF fue finalmente aprobada por el FMI el 24 de junio de aquel año para un período de dos años. Posteriormente, en junio de 2015 se haría otra prórroga por dos años más y por el mismo monto. Sin embargo, ante la situación adversa que

⁴⁹⁰ La LCF fue creada el 24 de marzo de 2009 como parte de una profunda reforma de los mecanismos de préstamo del FMI. La LCF está concebida para prevenir crisis, ya que ofrece la flexibilidad de utilizarla en cualquier momento (Comunicado de Prensa núm. 09/85, FMI).

⁴⁹¹ La cuota de Colombia en el FMI en ese momento (hasta el 26 de enero de 2016) era de DEG 774 millones.

⁴⁹² Este mecanismo actúa como una especie de cupo de crédito que puede utilizarse para enfrentar eventos adversos en el sector externo sin ninguna condición. Si se requirieran los recursos, estos serían girados al banco central y harían parte de las reservas internacionales. Además, tendrían su mismo uso, entre ellos la intervención en el mercado cambiario.

estaba experimentando la economía colombiana por la abrupta caída en el precio del petróleo, en marzo de 2016 la Junta Directiva consideró conveniente solicitar una nueva ampliación por dos años más.

El 13 de junio de ese año se aprobó, y en septiembre, la entonces presidenta del FMI, Christine Lagarde (quien se encontraba en Cartagena para la firma del Acuerdo de Paz con las FARC), anunció que el país podía disponer de los más de USD 11.000 millones cuando así lo necesitare. “Creemos que la paz es pagable y que debe ir de la mano de la estabilidad macroeconómica y de la sostenibilidad fiscal”, dijo Lagarde durante una rueda de prensa.

Antes de finalizar el gobierno del presidente Juan Manuel Santos, una vez más se pidió la renovación del crédito. El Directorio Ejecutivo del FMI lo aprobó el 25 de mayo de 2018, por aproximadamente USD 11.400 millones para una vigencia de dos años. Esta nueva línea reemplazó la que fue aprobada en 2016 y que vencía en junio de 2018.

En todas las ocasiones las autoridades económicas colombianas han manifestado que, considerando su carácter precautorio, no han tenido intenciones de utilizar dichas líneas de crédito, a menos que las condiciones externas así lo requieran⁴⁹³. Lo importante es el respaldo que significa al servir de complemento a la acumulación de reservas internacionales de una manera más económica.

El primero de mayo de 2020, en medio de la grave crisis sanitaria mundial provocada por el nuevo coronavirus, el FMI aprobó un nuevo acceso a la LCF, por USD 10.800 millones y para un período de dos años. En septiembre de este mismo año el FMI aprobó la ampliación de la línea a USD 17.200 millones y en noviembre desembolsó USD 5.400 millones para apoyo presupuestal del gobierno. Tal vez en ningún otro momento de la historia reciente este mecanismo de apoyo financiero significó tanto para el país.

⁴⁹³ La cronología de las consecutivas renovaciones fue tomada del *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de julio de 2018.

LA CAÍDA DE INTERBOLSA Y EL ESTRENO DE UNA NORMA

A finales de 2012 un inesperado suceso impactó el mercado de valores colombiano. InterBolsa, la sociedad comisionista de mayor tamaño e interconectividad en el sistema financiero, fue intervenida y liquidada por orden de la Superintendencia Financiera, al incurrir en cesación de pagos⁴⁹⁴.

La caída de la antes afamada firma sorprendió a medio país y alertó a la Junta Directiva del Banco de la República que, preocupada por la liquidez de la economía, activó las funciones constitucionales de prestamista de última instancia para preservar así la estabilidad financiera del país.

InterBolsa venía con serios problemas. En las últimas semanas de octubre de 2012 la Superintendencia Financiera había observado restricciones de liquidez de la comisionista y promovido la implementación de distintas opciones que subsanaran tal situación. Sin embargo, el 1 de noviembre de aquel año los directivos de InterBolsa anunciaron públicamente tener problemas de liquidez y finalmente incumplieron uno de sus pagos.

Al día siguiente el superintendente financiero de la época, Gerardo Hernández⁴⁹⁵, firmó la Resolución 1795 del 2 de noviembre de 2012, mediante la cual tomó posesión de la sociedad comisionista InterBolsa. Ese mismo día la Bolsa de Valores de Colombia ordenó suspender temporalmente la negociación de la acción de la firma.

Después de haber revisado diferentes alternativas, la Superintendencia decidió promover entre distintas entidades la cesión de activos, pasivos y contratos de InterBolsa, dada su situación de liquidez, su número de clientes y sus compromisos pendientes. Un salvamento podría ayudar a mantener la confianza pública en el sistema financiero, la estabilidad del mercado de valores y mejorar las condiciones de los inversionistas⁴⁹⁶.

No obstante, después de estudiar la situación, se concluyó que las dificultades de liquidez que afrontaba la sociedad comisionista y que dieron lugar a la suspensión de pagos por parte de esta, el 1 de noviembre de 2012, no podían ser subsanadas. Simplemente, la firma tenía enormes problemas de solvencia y no se encontraba en condiciones financieras que le permitieran desarrollar su objeto social (Superintendencia Financiera, 2012).

Ante esta realidad, esa entidad mediante la Resolución 1812 del 7 de noviembre de 2012, adoptó la medida de liquidación forzosa administrativa de InterBolsa.

⁴⁹⁴ Causal prevista en el literal a) del numeral 1 del artículo 114 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF), consistente en la suspensión del pago de sus obligaciones.

⁴⁹⁵ Posteriormente, en 2017 el presidente Santos lo llamó para ocupar una de las sillas de la Junta Directiva.

⁴⁹⁶ Con este propósito se expidió la Resolución 1796 del 6 de noviembre, mediante la cual la Superintendencia autorizó la cesión de activos, pasivos y contratos de InterBolsa.

Con semejante noticia, la cual alteró la calma del mercado financiero nacional, y anticipándose al impacto que se veía venir, la Junta Directiva del Banco de la República se reunió de manera extraordinaria el miércoles 7 de noviembre de 2012 para tratar de mitigar los eventuales problemas de liquidez derivados del descalabro de la comisionista.

Considerando las condiciones de la compañía en el mercado, la corporación permitió que, temporalmente, el Banco realizara repos de expansión con comisionistas de bolsa, recibiendo títulos de deuda pública o de contenido crediticio⁴⁹⁷.

La preocupación frente a la liquidez se fundamentaba en el papel protagónico que desempeñaba InterBolsa. La firma participaba activamente en el mercado secundario de deuda pública y en los mercados monetarios del país y era un importante proveedor de liquidez del mercado financiero en general (Gómez y Melo, 2013).

Por lo demás, tras la crisis financiera internacional de 2008 se reforzaron las alarmas sobre el comportamiento de los intermediarios financieros que pudieran afectar la estabilidad de todo el sistema. Ya el foco no solo se centraba en las instituciones bancarias de gran tamaño, sino en otros participantes del sector.

En este orden, InterBolsa se veía como una de las entidades sistémicas que podría desestabilizar el sistema financiero y de pagos, pues concentraba una porción importante del valor de estos y de los sistemas de compensación y liquidación, al tiempo que centralizaba un gran número de conexiones en ambos sistemas. Formalmente, se consideraba su tamaño, y su nivel de interconexión, sustituibilidad y complejidad.

Con el recuerdo fresco de la quiebra de Lehman Brothers (2008), que afectó y restringió la liquidez en muchos de los mercados financieros del mundo, el caso de InterBolsa exigía tomar medidas rápidas para aminorar los problemas que se pudieran generar.

Sobre las medidas que tomó la Junta Directiva del Banco para garantizar la liquidez, cabe anotar que lo novedoso no fue el hecho de que las firmas comisionistas pudieran ir por repos al Emisor, pues esto ya estaba autorizado desde 2002⁴⁹⁸; el cambio realmente estaba en la garantía de los títulos que podían dejar.

En la coyuntura de la caída de InterBolsa la autoridad monetaria estrenó la facultad de hacer repos con otra clase de títulos diferentes a los de deuda pública, lo que da al Banco un mayor margen de maniobra para enfrentar situaciones de crisis.

Como se contó, la Ley 1328 de 2009 derogó el parágrafo del artículo 53 de la Ley 31 de 1992 que ordenaba que, a partir de 1999, las operaciones de mercado debían hacerse exclusivamente con títulos de deuda pública.

⁴⁹⁷ Para más detalles de las medidas, se puede consultar la Resolución Externa 11, del 7 de noviembre de 2012, por la cual se expiden normas sobre operaciones para regular la liquidez.

⁴⁹⁸ La Resolución Externa 5 del 19 de agosto de 2002, por la cual se dictaron medidas sobre operaciones para regular la liquidez de la economía, señaló en su artículo 1.º lo siguiente: “El artículo 8 de la Resolución Externa 24 de 1998 quedará así: Las firmas comisionistas de bolsa y las sociedades fiduciarias podrán actuar como Agentes Colocadores de OMAs para la presentación de ofertas de expansión y contracción monetaria para posición propia y a nombre de terceros”.

En noviembre de 2012 el Banco de la República abrió una subasta transitoria de expansión, exclusivamente para los comisionistas de bolsa, aceptando títulos diferentes a TES y que estuvieran bajo administración de dichas firmas.

Hernando Vargas, gerente encargado del Banco de la República en aquellos días, dijo en entrevista a la revista *Dinero* que se recibirían “todos los títulos de baja transabilidad junto con los títulos nuevos que la junta directiva ha admitido como colaterales para los comisionistas” (*Dinero*, 7 de noviembre).

En la misma publicación el superintendente financiero, Gerardo Hernández, complementó lo siguiente: “lo que está haciendo el Emisor es dar liquidez y abriendo un cupo especial para que esas entidades que llegaran a tener la necesidad puedan acudir al Banco de la República con los títulos de deuda privada que tienen hoy en día y de esa manera anticiparnos a cualquier situación”.

Lo cierto es que el mecanismo funcionó bien. Después de este estreno se siguieron usando títulos de deuda pública, hasta que llegó una nueva crisis, de la que se hablará más adelante. El país ha avanzado, adicionalmente, en digitalizar los títulos, lo cual facilita enormemente la tarea de las entidades de control y del Banco ante una eventual crisis.

Para terminar este episodio de InterBolsa, ante los comentarios realizados sobre supuestos préstamos del Banco de la República a la firma comisionista, la entidad aclaró que desde el 2 de noviembre de 2012 (cuando fue intervenida la sociedad) InterBolsa fue suspendida como agente colocador de OMA para expansión, por lo que ya no tenía acceso a las medidas de liquidez.

En un comunicado de prensa el Banco recordó que los agentes autorizados para realizar acuerdos de compra de títulos con pacto de reventa (operaciones repo) con el Banco son los establecimientos de crédito, los fondos de pensiones, las sociedades comisionistas de bolsa y las sociedades fiduciarias. Los dos últimos grupos están autorizados para participar en estas operaciones desde agosto del año 2002 (Resolución Externa 5 de 2002).

En la nota de prensa se aclaró lo siguiente:

La sociedad comisionista Interbolsa efectuó tres operaciones intradías con el Banco en los dos años pasados, empleando títulos de deuda pública. Estas se honraron plenamente según lo establecido en la normatividad. La última fue realizada el 24 de julio de 2012. Por lo tanto, no es cierto que Interbolsa, entidad que fue intervenida por la Superintendencia Financiera el 2 de noviembre de 2012, haya incumplido operaciones Repo con el Banco.

El mismo día que fue intervenida (noviembre 2 de 2012), Interbolsa fue suspendida para realizar operaciones de liquidez con el Banco, de conformidad con lo previsto en la normatividad vigente. No es cierto entonces que el suministro de liquidez autorizado por la Junta Directiva del Banco de la República en su sesión de noviembre 7 de 2012 haya sido para facilitarle fondos a dicha firma comisionista⁴⁹⁹.

⁴⁹⁹ La explicación completa puede leerse en el comunicado de prensa expedido el jueves 17 de enero de 2013.

REGULACIÓN CAMBIARIA MODELO 2018

Como se ha dicho, la Junta Directiva del Banco de la República, por mandato constitucional, es también la máxima autoridad cambiaria del país (artículo 372 de la Carta Política), y de acuerdo con la Ley 31 de 1992 es el más importante regulador de la materia⁵⁰⁰. En consecuencia, cumpliendo estas funciones, la Junta ha desarrollado el marco normativo que aterriza el régimen cambiario del país establecido en la Ley 9.ª de 1991.

Para recordar, con la expedición de esta ley se pasó de una regulación de control de cambios, en la que el Banco de la República tenía el monopolio de la compra y venta de divisas, a una en donde solo algunas operaciones están sujetas a regulación (operaciones de cambio obligatoriamente canalizables) y en donde se descentraliza la compra y venta de divisas, autorizando para ello a los intermediarios del mercado cambiario (IMC).

Como dice Gerardo Hernández (2009), la regulación cambiaria en cabeza de la Junta Directiva del Emisor se fue ajustando a un entorno de globalización de la economía, eliminando requisitos y flexibilizando la operación de los agentes.

Durante esta época moderna se pueden identificar tres grandes etapas en el desarrollo de la regulación cambiaria. Estas hacen referencia a las normas contenidas en las Resoluciones Externas 21 de 1993, 8 de 2000 y 01 de 2018.

El marco normativo cambiario inicial lo expidió la primera Junta Directiva⁵⁰¹, mediante la Resolución Externa 21 del 2 de septiembre de 1993. Fue, sin duda, un estatuto muy importante para el momento, pero no dejó de ser algo conservador y tímido, pues apenas comenzaba el aprendizaje sobre el funcionamiento del esquema de bandas.

Hasta esa fecha el régimen de cambios internacionales se encontraba regulado mediante la Resolución 57 de 1991 expedida por la vieja Junta Monetaria. La Junta Directiva provisional del Banco de la República, durante su primer año de funciones, introdujo importantes modificaciones a dicha resolución⁵⁰².

⁵⁰⁰ Esto no significa que sea la única autoridad. Algunas competencias quedaron también en manos de las ramas del poder Ejecutivo y Legislativo, lo que ha dado pie a confusiones en la materia, que la Corte Constitucional ha precisado en varias ocasiones. Según Néstor Humberto Martínez (2014), la Corte Constitucional ha precisado en varias ocasiones que el poder regulatorio en materia cambiaria se comparte entre el Congreso, el Gobierno y la Junta Directiva del Banco de la República.

⁵⁰¹ La Junta estaba integrada entonces por Rudolf Hommes, ministro de Hacienda; Miguel Urrutia, gerente general de la entidad, y Roberto Junguito, Óscar Marulanda, María Mercedes Cuéllar, Hernando José Gómez y Salomón Kalmanovitz.

⁵⁰² Antes de la Constitución de 1991, Colombia tenía un régimen cambiario llamado de tasa de cambio fija, con la famosa devaluación gota a gota.

Pasaron seis años con el marco normativo de la Resolución 21 de 1993, hasta que se expidió la Resolución 8 de 2000, cuando se abandonó el sistema de banda cambiaria (1999) que dio paso al esquema de libre flotación, hasta hoy vigente.

Puede decirse que este fue el gran salto estructural de la norma cambiaria, pero no se volvió a revisar profundamente durante los dieciocho años siguientes, tal vez con la idea de no tener mucha inestabilidad en las normas. Aunque se realizaron ajustes parciales, el Estatuto Cambiario se fue quedando obsoleto.

La codirectora Ana Fernanda Maiguashca señala que el mercado comenzó a funcionar de manera muy diferente y las normas se quedaron cortas para el mercado libre o no regulado⁵⁰³. De allí la importancia de este último gran compendio que se expidió el 25 de mayo de 2018.

Vale la pena destacar que la gran inspiradora de esta nueva resolución fue precisamente la codirectora Maiguashca, quien desde su llegada a la Junta Directiva en el año 2013 se empeñó en la idea de reformar el régimen cambiario.

Tenía gran conocimiento de los mercados, experiencia poco usual entre codirectores, generalmente versados macroeconomistas. Ella tenía la ventaja de que, en su paso por el Banco de la República al comienzo de su carrera, había participado en todo el andamiaje de muchas de las normas cambiarias⁵⁰⁴.

El primer año de mi entrada a la Junta tomé impulso y pedí preparar un proyecto para simplificar la regulación cambiaria. Fue una tarea de revisar con el equipo del Banco numeral por numeral [recuerda]. A los tres años, la tarea se había completado.

La Junta Directiva en un comunicado de prensa lo anunció así:

“La Junta Directiva del Banco de la República expidió la Resolución Externa 01 de 2018 que compendia y modifica la regulación cambiaria.

“Esta resolución actualiza y flexibiliza la realización de operaciones de cambio y optimiza los procedimientos cambiarios, buscando trámites más eficientes para quien realice este tipo de operaciones, permitiendo a su vez que la autoridad cuente con información más precisa. Así mismo, busca implementar instrumentos para el control de riesgos asociados a los flujos y posiciones de balance de los residentes, preservando el principio de no dolarización de la economía, la estabilidad financiera y la efectividad y autonomía de la política monetaria.

“En el proceso de revisión de este nuevo marco regulatorio participaron autoridades, agentes y gremios económicos, consultores y el público en general, mediante

⁵⁰³ En entrevista para este libro; Bogotá, junio de 2020.

⁵⁰⁴ En el año 2000, cuando se expidió la Resolución 8, en el Banco de la República Ana Fernanda Maiguashca era profesional de Mercado Cambiario, y posteriormente fue Directora de Operaciones y Desarrollo de Mercados.

la presentación de comentarios a las propuestas de su modificación que fueron publicadas por el Banco de la República”⁵⁰⁵.

Sin entrar en detalles técnicos, es necesario mencionar que el nuevo marco regulatorio incluye importantes modificaciones. Entre las principales están ajustes a las operaciones de endeudamiento externo; cambios en materia de derivados, y flexibilización a los avales y garantías. Igualmente, la nueva regulación eliminó los límites a la posición propia de contado (PPC) y a la posición bruta de apalancamiento (PBA). Sin embargo, los IMC deben continuar calculando y reportando estos indicadores.

También se incluyeron reglas aplicables a los IMC y sus operaciones autorizadas. En este sentido, se establecieron cinco grupos según su objeto legal autorizado y patrimonio técnico. Por otro lado, se aumentó el monto que pueden pagar en efectivo los profesionales de compra y venta de divisas y cheques de viajero.

En síntesis, como señala Maiguashca, la nueva Resolución 01 de 2018 le devolvió la lógica macroeconómica al marco normativo cambiario del país.

⁵⁰⁵ Boletín de prensa, Banco de la República, 25 de mayo de 2018.