

**JOTA URIBE: ARTÍFICE DE LA ESTRATEGIA DE
INFLACIÓN OBJETIVO Y LA POLÍTICA MONETARIA
CONTRACÍCLICA EN COLOMBIA**

Leonardo Villar*

* El autor es director ejecutivo de Fedesarrollo, fue miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, entre 1997 y 2009. El autor agradece los comentarios de Alberto Carrasquilla, César Vallejo, Fernando Tenjo, Enrique López y Natalia Salazar a una versión anterior de este capítulo.



José Darío Uribe

ANTES DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Semblanza personal

La primera imagen que tengo sobre José Darío Uribe es la de dos paisas enormes que entran a estudiar con nosotros en la maestría de la Universidad de los Andes: Juan Luis Londoño, conversador y apabullante, y Jota, como todo el mundo lo conoce, callado, no necesariamente tímido pero sí muy reservado, con la personalidad que después podría verse corresponde con claridad al prototipo del banquero central. Juan Luis, reconocido por su proverbial inteligencia y una impresionante productividad intelectual, solía decir que Jota era mucho más inteligente que él, pero tan perfeccionista que siempre consideraba que sus trabajos estaban aún sin terminar.

De memoria prodigiosa, Jota tiene hábitos propios de las personas de poco dormir. Lee muchísimo y se levanta temprano, según él mismo dice, a pelear sistemáticamente con los porteros del edificio por no subirle rápido los periódicos. Es de los últimos en salir de cualquier reunión social con sus amigos y mantiene con ellos una lealtad incondicional.

Se graduó como Bachiller en el Instituto Jorge Robledo, en Medellín, el mismo del expresidente Uribe, y luego como administrador de empresas, en Eafit. Esta formación básica en Administración le permitirá demostrar su capacidad organizativa y gerencial desde su ingreso a la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República, a fines de 1993, y luego como gerente técnico y gerente general. Logra estar al tanto de todos los movimientos importantes de la institución sin involucrarse en la microgerencia y delega responsabilidades en forma eficiente. Esto le posibilita concentrarse en el bosque y la estrategia de largo

plazo, sin distraerse con los detalles, incluso cuando el trabajo demanda numerosos viajes y una enorme carga administrativa.

Sin perjuicio de sus habilidades como administrador, la fortaleza principal reside obviamente en su formación como economista y en su intuición en este campo. Inició su formación en Economía en la Universidad de Antioquia, donde adelantó siete semestres que vino a completar en Bogotá, donde obtuvo su diploma en la Universidad de los Andes, y cursó también todas las materias correspondientes a la maestría. Más adelante hizo parte de un grupo grande de economistas colombianos que se fue a realizar estudios doctorales en la Universidad de Illinois, en Urbana-Champaign, donde vivió cerca de cinco años y compartió estrechamente con personas como Alberto Carrasquilla y Hernando Vargas, quienes serían muy importantes para su vida profesional en el Banco de la República. Carrasquilla, en su calidad de gerente técnico, fue quien llevó a Jota a trabajar en su equipo entre 1993 y 1999 como subgerente de Estudios Económicos; Hernando Vargas, por su parte, fue siempre el apoyo técnico más cercano y de mayor confianza de Jota, a quien reemplazó en la Subgerencia de Estudios a partir de 1999 y en la Gerencia Técnica desde el año 2005. En la Universidad de Illinois Jota coincidió también como compañero de estudios doctorales de Alexandre Tombini, gobernador desde 2011 del Banco Central de Brasil.

Una parte sustancial de la formación intelectual del Jota economista tuvo lugar con la experiencia laboral que acumuló entre los años de estudio en la Universidad de los Andes y los de la Universidad de Illinois. En 1986 y 1987 se desempeñó como jefe de la Unidad de Programación Global del Departamento Nacional de Planeación (la llamada UMacro del DNP), en el gobierno de Virgilio Barco, cuando aún era muy joven para un cargo de tan alta responsabilidad como ese. Trabajó allí bajo la dirección de María Mercedes Cuéllar, quien habría de convertirse a partir de esa época en una de sus grandes impulsoras y con quien desarrollaría una fuerte relación de amistad, obviamente compartida con Martha Lasprilla.

El interés por el desarrollo económico

Quizás desde la época en que trabajaba en el DNP surgió la obsesión de Jota por el desarrollo económico y el papel que cumplen la infraestructura física y el capital humano para hacer posible el crecimiento sostenible, temas que trabajó en su tesis doctoral. Producto de ese interés fueron sus publicaciones “Infraestructura física, ‘clubs de convergencia’ y crecimiento económico: alguna evidencia empírica”, en la revista de Fedesarrollo *Coyuntura Económica* (Uribe, 1993a), y “Educación, complementariedades productivas y capital humano”, en una edición

especial de *Planeación y Desarrollo*, con motivo de los 35 años del Departamento Nacional de Planeación (Uribe, 1993b).

El primero de los trabajos mencionados (Uribe, 1993a) presenta un estudio econométrico basado en regresiones de corte transversal con información de 99 países, encaminado a explicar sus tasas de crecimiento en el período 1960-1985. El mensaje central del análisis conceptual y de los resultados econométricos de este trabajo, es que la conformación de una infraestructura física adecuada —en centrales de energía, telecomunicaciones, carreteras, puertos, ferrocarriles, etc.— es prerequisite para que economías de ingresos medio-altos continúen su proceso de desarrollo económico y cierren la brecha con el ingreso per cápita de las naciones más prósperas, en lugar de converger hacia puntos de equilibrio de ingresos bajos. Particularmente interesante en ese trabajo es el hallazgo según el cual los avances en educación por sí solos tienen un efecto relativamente pequeño para impulsar el crecimiento del ingreso per cápita en este grupo de países si no van acompañados de mejoras en la infraestructura pública. Esos países de ingresos medio-altos, entre los cuales se ubica Colombia, se distinguen en este aspecto de los países más pobres. Específicamente afirma Jota Uribe en dicho análisis:

[...] mientras la existencia de una fuerza de trabajo con educación secundaria es un prerequisite para que los países de bajos ingresos entren en un proceso de crecimiento sostenido, la conformación de una infraestructura física es un prerequisite para que los países de un nivel de desarrollo medio alto continúen su proceso de desarrollo económico y cierren la brecha con el ingreso *per cápita* de las naciones más prósperas (Uribe 1993a, pp. 164-165).

Estos planteamientos resultaban particularmente llamativos en un momento —comienzos de los años noventa— en que tanto la literatura académica como las recomendaciones de entidades multilaterales como el Banco Mundial (BM) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) estaban minimizando la importancia de la infraestructura pública y reduciendo la disponibilidad de recursos para financiarla.

El segundo artículo mencionado (Uribe, 1993b) vuelve sobre los determinantes del crecimiento. Usando nuevos indicadores para sus ejercicios econométricos ratifica la idea de que, desde un punto de vista estadístico, “en países con nivel de desarrollo medio-alto y alto, el efecto productivo de la educación parece despreciable” si se le mira de manera aislada, pero se vuelve importante al observar la interacción con las exportaciones (p. 42). En este sentido, como afirma el autor, “en países cuyo nivel medio de desarrollo es similar al de Colombia, la inversión en capital humano es complementaria con el grado de apertura, medido por la

participación de las exportaciones en el PIB” (Uribe, 1993b, p. 31). Esta conclusión es consistente con la del trabajo previo, en la cual se resaltaba la relevancia de la infraestructura pública, en la medida en que, como allí se afirmaba, esa infraestructura, al igual que las exportaciones y la apertura económica, “permite que una economía que está dividida en mercados que son pequeños y aislados se convierta en un mercado conectado y grande que permita la producción en gran escala y la especialización en la producción” (Uribe, 1993a, p. 140).

El tema de la educación será retomado muchos años más tarde por Jota, cuando es gerente técnico del Banco de la República y publica un estudio conjunto con Carlos Esteban Posada y Luis Eduardo Arango sobre el efecto del cambio técnico en la estructura de salarios urbanos en Colombia entre 1984 y 2000 (Arango, Posada y Uribe, 2004). En él los autores muestran cómo los trabajadores con mayores niveles educativos vieron incrementados sus salarios respecto de aquellos con menor educación. Este resultado es difícil de explicar por factores de oferta, ya que el nivel educativo promedio de la población trabajadora aumentó sustancialmente en el período considerado, razón por la cual la hipótesis más plausible tiene que ver con un cambio técnico intensivo en trabajo calificado.

El interés de Jota por los asuntos de crecimiento a largo plazo asociados con educación, infraestructura y apertura económica —evidente en los artículos reseñados en los párrafos anteriores— nunca fue en desmedro de la importancia que siempre le dio a los análisis de coyuntura económica, desde mucho tiempo antes de su ingreso al Banco de la República. De hecho, cuando todavía estaba haciendo su doctorado en Illinois, escribió con Alberto Carrasquilla un artículo publicado en la revista *Desarrollo y Sociedad* de la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes, en el cual se resalta la importancia de las fluctuaciones reales de corto plazo en la economía, precisamente por los efectos persistentes que ellas puedan tener. Usando procedimientos econométricos de frontera para esa época, los autores muestran que “la distinción entre política de corto plazo y política de largo plazo se hace mucho menos precisable, en la medida en que toda innovación persiste al cabo del proceso de reajuste macroeconómico” (Carrasquilla y Uribe, 1991).

El interés por las fluctuaciones macroeconómicas de corto plazo y su persistencia en el largo plazo se reflejó también en los trabajos que hizo en la Federación Nacional de Cafeteros, al lado de Juan José Echavarría, Carlos Esteban Posada y Alejandro Gaviria, tras volver a Colombia al terminar el doctorado. En esta época publicó con Alejandro Gaviria un artículo sobre el origen de las fluctuaciones económicas en nuestro país, donde se destaca la importante relación existente históricamente para el caso colombiano entre el comportamiento del PIB y los movimientos en el precio del café, relación que “parece cumplirse tanto en el corto como en el largo plazo” (Gaviria y Uribe, 1993, p. 56). La conciencia sobre

estos vínculos entre el corto y el largo plazo permite entender que una persona como Jota, que se dedicó después al manejo de la política monetaria —la política de corto plazo por excelencia— nunca haya dejado de pensar en que la relevancia mayor de esa política surgiera precisamente de sus efectos en el largo plazo.

INGRESO AL BANCO: LA PRIMERA ETAPA EN LA SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS Y LAS SEMILLAS DE LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO

En septiembre de 1993 José Darío Uribe ingresa al Banco de la República como subgerente de Estudios Económicos. Su ingreso hace parte de un proceso de cambios en los cargos directivos impulsado por Miguel Urrutia, quien se había posesionado en febrero de ese mismo año en la Gerencia General, y por Alberto Carrasquilla, quien acababa de ser designado en la Gerencia Técnica.

Teniendo en cuenta los antecedentes e intereses profesionales de Jota, descritos en la sección anterior, no es casualidad que el primer trabajo importante que publica, menos de un año después de entrar al Banco, es precisamente sobre el vínculo entre la inflación y el crecimiento económico de largo plazo (Uribe, 1994a). Ese trabajo fue presentado en un seminario de gran formato organizado por el Banco de la República, el Departamento Nacional de Planeación, el Ministerio de Hacienda, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, en junio de 1994. La principal preocupación del autor tiene que ver con la necesidad de aumentar la productividad para poder impulsar el crecimiento de largo plazo, algo para lo cual ve indispensable reducir la inflación y su volatilidad. En ese artículo muestra claramente las consecuencias negativas de la inflación y su volatilidad en el crecimiento del PIB, y la coincidencia del aumento de la inflación en los años setenta con la desaceleración del crecimiento en Colombia y en particular con la del crecimiento en la productividad total de los factores. Según afirma en dicho documento, los resultados sugieren que en Colombia la inflación impactó “de manera negativa y directa el crecimiento económico a través de su efecto sobre eficiencia en la asignación de recursos” (Uribe 1994a, p. 424).

Divulgación de las investigaciones del Banco

El artículo “Inflación y crecimiento económico en Colombia: 1951-1992” fue publicado en un libro de memorias del seminario, pero se había divulgado como documento de trabajo en el número 1 de la serie *Borradores de Economía*. En este sentido, no solo fue importante por su contenido académico, sino porque marcó un hito en el trabajo de difusión de la investigación realizada por el Banco en la forma de documentos de trabajo. En efecto, la serie *Borradores de Economía*

del Banco de la República, que nació en 1994 con el liderazgo de Carrasquilla y Uribe, se convertiría rápidamente en la fuente de trabajos académicos en temas económicos más consultada del país en las dos décadas siguientes. En agosto de 2015, tras veintiún años de haber sido creada la serie, se han publicado en ella más de novecientos documentos de alta calidad; su éxito dio pie además para que pocos años después se iniciara desde la sucursal del Banco en Cartagena una serie paralela, Documentos de Trabajo sobre Economía Regional, que durante muchos años fue dirigida por Adolfo Meisel, gerente en esa ciudad entre 1997 y 2013 y actualmente miembro de la Junta Directiva del Banco.

La divulgación de ambas series no substituyó, sino que complementó la publicación de *Ensayos sobre Política Económica (ESPE)*, una revista indexada y con revisión de pares de alto nivel académico, que se había iniciado en 1982, vinculada en ese momento al Grupo de Estudios Especiales del Banco. La revista *ESPE* siguió publicándose con gran disciplina y nutriéndose con aportes de un equipo de economistas cada vez más amplio y mejor preparado. La importancia de las publicaciones académicas del Banco se verifica fácilmente en las estadísticas elaboradas por la organización Research Papers in Economics (RePec), un esfuerzo colaborativo de cientos de voluntarios en 85 países para mejorar la diseminación de la investigación en economía y ciencias relacionadas a nivel internacional. De acuerdo con RePec, a junio de 2015, entre las instituciones con publicaciones académicas en economía más citadas y consultadas el Banco de la República aparece en el tercer lugar para Suramérica (en la “clasificación ponderada”), por debajo solo de algunas instituciones de Chile y Brasil y por encima de la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes, que se ubica en el segundo lugar entre las instituciones colombianas.

Semillas de la estrategia de inflación objetivo

Desde los primeros años de Jota en la Subgerencia de Estudios Económicos, sus escritos empiezan a perfilar varios de los elementos fundamentales de lo que más adelante se formalizaría en la estrategia de inflación objetivo: i) flexibilidad cambiaria; ii) gran énfasis en la credibilidad sobre el proceso de desinflación, y iii) tasa de interés como instrumento de la política monetaria, por oposición a las metas de agregados monetarios.

Flexibilidad cambiaria

El ingreso de Jota al Banco de la República coincide con un gran debate nacional sobre el proceso de apreciación del peso que se estaba presentando, no solo en

términos reales, como consecuencia de una inflación que superaba el 20%, sino incluso en términos nominales. Los colombianos no estábamos acostumbrados en esa época a que el precio en pesos de un dólar pudiera reducirse. Desde la creación del Banco de la República en 1923 se había tenido un sistema de tasa de cambio estrictamente administrada y a partir de 1967 el régimen cambiario se había caracterizado por un sistema de minidevaluaciones diarias, conocido internacionalmente como *crawling peg*. En enero de 1994, pocos meses después del ingreso de Jota a la Subgerencia de Estudios Económicos, la Junta Directiva del Banco decidió establecer las llamadas bandas cambiarias, que abrían un espacio importante de flexibilidad de la tasa de cambio, tanto hacia arriba como hacia abajo, de tal forma que sus movimientos, más que decisiones administrativas, reflejaran las fuerzas de la oferta y la demanda en el mercado.

La preocupación generalizada que existía en el país con respecto a la apreciación del peso era compartida por Jota. La interpretación sobre las causas de esa apreciación era, sin embargo, diferente entre distintos grupos de economistas y analistas de la coyuntura. Algunos se concentraban en el papel de la tasa de cambio nominal y focalizaban las recomendaciones en evitar la apreciación nominal del peso y en retomar una política de devaluaciones administradas. Al respecto, en “Inflación inercial, tasa de cambio y anclas” (Uribe, 1994b), Jota expresa que ello iría en total contravía del propósito de reducir en forma rápida y creíble la inflación en Colombia; algo que desde 1991 se había contemplado explícitamente como mandato constitucional para el Banco de la República, en tanto banco central autónomo. Amparándose en resultados de trabajos desarrollados por autores como Alberto Carrasquilla y Felipe Barrera, al igual que en varios elementos de confirmación empírica presentados en el mismo artículo, este trabajo de Uribe afirma de manera categórica que “el sistema de *crawling peg* introducido al país en la segunda mitad de los años 60 es el principal determinante (aunque no necesariamente el único) del grado de inercia inflacionaria observado en la economía colombiana en las últimas décadas” (Uribe, 1994b, p. 15). Por otra parte, a partir de una presentación sintética del modelo de texto de dos sectores sobre determinación de la tasa de cambio real, Uribe argumenta que la apreciación real del peso es sin duda un problema, pero que los determinantes fundamentales de esa apreciación no residen en el comportamiento de la tasa de cambio nominal, sino en factores tales como “la disponibilidad y el costo del financiamiento externo, y de variables exógenas como los términos de intercambio y la dotación de recursos exportables (...así como...) de variables de política que inciden en la demanda agregada, como la política fiscal, y la distribución del gasto entre bienes transables y no transables [...]” (p. 20).

En el planteamiento anterior la apreciación real del peso puede ser entendida en parte como consecuencia de condiciones financieras internacionales que favorecen

la entrada de flujos de capitales al país y el endeudamiento externo tanto del sector público como del privado. El reconocimiento de esta fuente de presiones hacia la apreciación real de la tasa de cambio es precisamente lo que conduce a la Junta Directiva del Banco de la República a introducir un sistema de encajes al endeudamiento externo en septiembre de 1993, encajes que se incrementan de manera sustancial en agosto de 1994 a instancias del gobierno entrante (del cual el autor de este artículo hace parte como viceministro técnico de Hacienda). Sin desconocer la utilidad moderada que pueden tener esos encajes, en un artículo sobre flujos de capitales en Colombia, publicado en *Borradores de Economía* en marzo de 1995, Jota enfatiza mucho más el papel que cumplen el gasto público y su financiamiento en la apreciación real del peso (algo de lo cual yo me iré convenciendo de manera lenta, excesivamente lenta quizás, a través de los años subsiguientes). Asimismo, Jota enfatiza los costos y limitaciones de acumular reservas internacionales como mecanismo para mitigar las presiones hacia la apreciación y la importancia que tiene la flotación cambiaria para moderar los estímulos a la entrada de capitales generados precisamente por expectativas de revaluación. Afirmo en particular que la mayor flexibilidad de la tasa de cambio nominal no solo permitió aumentar la independencia de la oferta monetaria y el crédito en un contexto de entrada de capitales, sino que posiblemente “redujo las entradas de capitales motivadas por la existencia de expectativas de revaluación, dada la evidente sobrevaluación del peso en los primeros años de la década (de los años noventa)” (Uribe, 1995, p. 23).

Las ideas planteadas en el trabajo citado (Uribe, 1995) coinciden en alto grado con el planteamiento que Jota había hecho a la Junta mediante un documento de marzo de 1994, “Flujos de capital, diferenciales de tasas de interés y expectativas de revaluación” (Uribe, 1994c). Allí resume las conclusiones obtenidas de un análisis econométrico, de la siguiente manera:

i) para disminuir la entrada de capitales se necesita cerrar los diferenciales de tasas de interés y dejar que la tasa de cambio se devalúe a un ritmo menor para eliminar así las expectativas de revaluación; ii) si la defensa de la tasa de cambio se considera un objetivo básico, la forma de hacerlo es actuando de manera rápida y decidida sobre sus “fundamentos” (v. gr. el gasto real) y no a través de la tasa de cambio nominal; iii) los esfuerzos de esterilización y defensa de la tasa de cambio sin actuar en sus “fundamentos” han sido un factor determinante de la entrada de capitales y iv) el efecto contraccionista de la esterilización a través de Operaciones de Mercado Abierto (OMAs) tiende a perderse después de aproximadamente nueve meses.

En ese contexto, las recomendaciones del documento hacen énfasis en que “el control del gasto —público y privado— es la única forma de que simultáneamente se estabilicen los precios y se defienda la tasa de cambio real”. Además propone “encarecer el endeudamiento externo mediante el mecanismo de encaje”, pero alerta que “los efectos de este mecanismo son transitorios y protegen de manera injustificada al sector financiero nacional” (Uribe, 1994c, p. 10).

Énfasis en la credibilidad sobre el proceso de desinflación

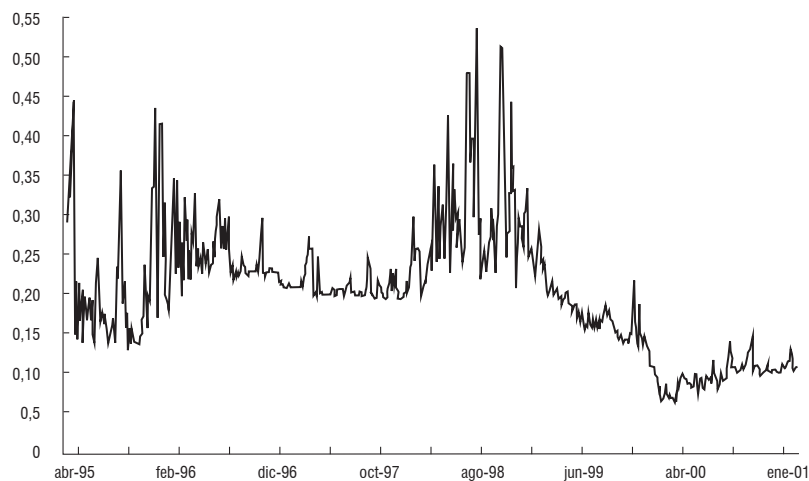
En este contexto, la preocupación por la revaluación real de la tasa de cambio no impide a Jota, en su artículo “Inflación inercial, tasa de cambio y anclas” (Uribe, 1994b), cuestionar de manera contundente dos ideas contrarias entre sí pero sobresalientes e indicativas de las escuelas prevalecientes en esa época sobre cómo podría reducirse la inflación en Colombia. De acuerdo con la primera escuela, la estrategia para reducir la inflación debería basarse en romper el componente inercial de la misma mediante políticas de precios y salarios, en un contexto en el que, sin embargo, sus defensores pregonaban la necesidad de mantener una tasa de cambio real competitiva con un manejo de la tasa de cambio nominal que reforzaba el componente inercial de la inflación. De acuerdo con la segunda escuela, el tema de la inercia inflacionaria sería poco relevante y la estrategia para reducir la inflación debería concentrarse en establecer y cumplir metas cuantitativas de crecimiento monetario. La crítica en este segundo caso no reside solo en el olvido que se hace de la inercia inflacionaria, sino en el supuesto implícito de estabilidad en la demanda de dinero. Tras las críticas a estas dos escuelas de pensamiento sobre la manera de reducir la inflación en Colombia, Uribe plantea en su artículo la conveniencia de una estrategia ecléctica con fuerte énfasis en la *credibilidad* de la política antiinflacionaria, que utilice “anclas múltiples” que incluyan la tasa de cambio y políticas de precios y salarios acompañadas de políticas monetarias y fiscales restrictivas (Uribe, 1994b, p. 23).

Tasa de interés vs. agregados monetarios como instrumento de política

La política monetaria restrictiva, de acuerdo con los planteamientos del artículo sobre inflación, tasas de cambio y anclas, debería “ser diseñada en el corto plazo, según metas de tasas de interés y no estrictamente cuantitativas de crecimiento en la cantidad de dinero” (Uribe, 1994, p. 23). Se manifiesta con esta frase, de manera discreta pero clara, la profunda desconfianza del autor sobre la estrategia monetaria que se seguía en esa época, demasiado basada en criterios de control monetario cuantitativo y en un supuesto implícito de estabilidad en la demanda

de dinero. La pretensión que tenía el Banco de controlar estrictamente la oferta de dinero lo conducía a ofrecer a los bancos cantidades predeterminadas de recursos, las que controlaba mediante el manejo de los pasivos a plazo del Banco de la República conocidos en esa época como ‘títulos de participación’ o TP. Los requisitos de encaje solían ser muy altos y su incumplimiento en un día particular podía generar cuantiosas sanciones por parte de la Superintendencia Bancaria. Como resultado de esta política se generaban en el sistema financiero grandes desequilibrios entre la oferta y la demanda de recursos de muy corto plazo, los cuales se manifestaban en movimientos enormes de la tasa de interés interbancaria. De hecho, en 1995 y comienzos de 1996 era frecuente ver cambios de más de 20 puntos porcentuales en la tasa de interés interbancaria de un día para otro. Esta volatilidad se redujo durante 1997, pero volvió a aparecer con mucha fuerza y bajo condiciones críticas para la economía colombiana, en 1998, tal como se puede observar en el Gráfico 1¹.

GRÁFICO 1
TASA INTERBANCARIA MODAL - TIB MODAL
 (abril de 1995 - enero de 2001)



Fuente: Hernández y Tolosa (2001).

¹ Una buena descripción sobre la operatividad de la política monetaria y la forma como fue cambiando a lo largo de la segunda mitad de la década de los noventa se encuentra en Hernández y Tolosa (2001).

El cuestionamiento que hace Jota al enfoque de control monetario cuantitativo tiene apoyo técnico en el trabajo que realizó con los dos econométricos más destacados del Banco en el momento: Martha Misas y Hugo Oliveros (Misas, Oliveros y Uribe, 1994), quienes aprendieron de Jota la metodología de cointegración (Johansen y Juselius, 1990) que usan en el trabajo. En ese artículo los autores muestran con sofisticadas técnicas que, aunque

[...] hay una fuerte relación entre la demanda por dinero, las variables de escala (PIB o consumo) y las tasas de interés, las pruebas de estabilidad de los parámetros de corto y largo plazo y la evaluación de la capacidad predictiva de los modelos en el corto plazo sugieren que la función es inestable y plantean interrogantes sobre el uso de M1 o MA (agregado monetario ampliado, definido como M3 más bonos emitidos por el sector financiero), como meta intermedia de la política monetaria. (p. 117)

Este cuestionamiento sería aún más fuerte para el uso de la base monetaria como meta intermedia de la política, algo que dio origen a un fuerte debate entre miembros de la Junta Directiva y algunos economistas de la Gerencia Técnica a comienzos de 1997. Durante los años inmediatamente anteriores la expansión monetaria se había dado sobre todo a través de una política de reducción de encajes, que implicaba grandes aumentos en el multiplicador bancario y permitía que la base monetaria pudiera crecer muy por debajo de la inflación sin generar desequilibrios monetarios. Para 1997, sin embargo, había consenso en que los encajes habían llegado a un mínimo prudencial y seguir reduciéndolos pondría en peligro las condiciones de liquidez del sistema financiero, por lo tanto era indispensable llevar el ritmo de crecimiento de la base monetaria a niveles compatibles con el crecimiento de la demanda de dinero medido de una manera más amplia —como M1, M2 o M3— a fin de evitar deficiencias en la oferta monetaria y aumentos desproporcionados en las tasas de interés. Ello se hizo, pero el debate fue intenso y a la Junta Directiva se la acusó de haber generado un desborde monetario —medido en términos del crecimiento de la base monetaria— que supuestamente habría de implicar fuertes presiones inflacionarias en los años siguientes. Como es bien sabido, dichas predicciones resultaron totalmente infundadas; en 1997 se logró cumplir por primera vez, de manera rigurosa, la meta de inflación previamente establecida por la Junta Directiva y en los siguientes dos años la inflación cayó por debajo de las metas establecidas para 1998 y 1999 (Villar, 2011).

La discusión sobre el uso de agregados monetarios y control cuantitativo de la cantidad de dinero como estrategia antiinflacionaria tuvo implicaciones importantes en todos los años en los que Jota fue subgerente de Estudios Económicos del Banco, esto es, entre 1993 y 1998. Para varios economistas del Emisor y un grupo

mayoritario de codirectores, las tasas de interés de corto plazo deberían entenderse como resultado del mercado y no como un instrumento de política. Desde ese enfoque —radicalmente distinto del que se usa actualmente en Colombia y en la mayor parte de los países del mundo— la política debía encargarse de fijar las cantidades ofrecidas de dinero y dejar que las tasas de interés de corto plazo se determinaran libremente como resultado de la interacción de esa oferta con la demanda. Se trataba de una línea monetarista muy inspirada en la política adelantada más de una década atrás por parte de Paul Volcker como presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos. Pocos años después Volcker explicaba que él mismo no creía que la tasa de interés interbancaria debiera entenderse como un resultado de mercado, sino que había usado ese argumento para facilitar la comunicación pública en el contexto de una política muy contraccionista en los años ochenta, en la que habría sido difícil vender la idea de que las tasas de interés eran fijadas voluntariamente por la Fed en los altísimos niveles que alcanzaron en esa época. Como afirma Alan Blinder, exvicepresidente de la Fed, “en el caso de la Reserva Federal, el breve y tumultuoso experimento realizado con el monetarismo entre 1979 y 1982 fue probablemente un matrimonio de conveniencia más que un capricho pasajero: la retórica monetarista proporcionó al Fed un escudo térmico político cuando subió los tipos de interés a niveles insoportables” (ver Blinder, 1998, p. 29 de la versión en español)². Las propuestas de Jota en este frente siempre estuvieron más encaminadas a reconocer de manera transparente que la tasa de interés de corto plazo es una variable fácilmente controlable por la autoridad monetaria a través de la tasa de interés de intervención, algo que ya en los años noventa era de común aceptación en los bancos centrales de los países desarrollados, muy particularmente en los Estados Unidos. Esas propuestas, sin embargo, solo serían plenamente adoptadas por la Junta Directiva del Banco varios años más tarde, cuando ya Jota era gerente técnico y se acogió formalmente la estrategia monetaria de *inflation targeting* o inflación objetivo.

De esta manera, el trabajo de José Darío Uribe a lo largo de varios años como subgerente de Estudios Económicos fue fundamental para ir conformando las condiciones que llevarían más adelante a la adopción plena de la estrategia de inflación objetivo. Un hito importante en ese proceso fue el viaje que hizo en 1995 a los países nórdicos, donde ya estaba en vigencia una estrategia de ese tipo. Entre los elementos que trajo consigo de ese viaje fue el énfasis en la necesidad de contar con buenas proyecciones de inflación mediante modelos de muy diverso tipo que empezaron a usarse en los informes de precios que presentaba mensualmente el equipo técnico del Banco a su Junta Directiva para apoyar la toma de

² Ben Bernanke argumenta que el uso de metas cuantitativas es el único aspecto en el cual el marco conceptual de Friedman no encaja con la sabiduría convencional actual (Bernanke, 2003, p. 4).

decisiones. Entre esos modelos no solo los había de tipo puramente monetario, basados en el principio de estabilidad de la demanda de dinero que Jota había cuestionado, sino modelos de carácter más estructural, como el que en esa época se denominaba internamente el “modelo escandinavo”. La elaboración de proyecciones con múltiples modelos tan diferentes y su presentación a la Junta ayudaron en ese período a la integración de los economistas mejor preparados del Banco con el proceso de decisiones de política y pusieron de presente el alto grado de pragmatismo de Jota y, por supuesto, de Alberto Carrasquilla y Miguel Urrutia.

LA GERENCIA TÉCNICA EN UN PERÍODO DE CRISIS ECONÓMICA: DISEÑO DE LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO

La crisis de fin de siglo

Tras el retiro de Alberto Carrasquilla, José Darío Uribe pasó de la Subgerencia de Estudios Económicos a la Gerencia Técnica en enero de 1998. Se trataba del comienzo de una época muy difícil, quizás la de mayor turbulencia en la historia del Banco de la República desde su creación. Miguel Urrutia la llamaría más tarde “la crisis de fin del siglo” (Urrutia y Llano, 2011, 2012).

En efecto, la volatilidad internacional generada desde finales de 1997 por la crisis cambiaria de cuatro de las principales economías del sureste asiático (Tailandia, Indonesia, Malasia y Filipinas, varias de las cuales habían sido ejemplo de crecimiento sostenido y estabilidad durante varias décadas), empezó a sentirse de manera contundente en muchas economías emergentes. Ello, además, se hizo particularmente grave en el caso colombiano, en un ambiente preelectoral de alta polarización de la opinión pública y una situación de creciente desconfianza hacia la política económica general. Las esperanzas que se habían generado durante el lustro anterior sobre el comienzo de un auge petrolero por el descubrimiento de los yacimientos de Cusiana y Cupiagua, que empezaban producción en 1999, se vieron dramáticamente frustradas con el desplome del precio del crudo a niveles cercanos a 10 dólares por barril. Las altas tasas de interés de la época, unidas a un fuerte proceso de desaceleración de la economía, indujeron una crisis del sector financiero hipotecario que dio al traste con el tradicional sistema de indexación de los créditos para compra de vivienda —el sistema UPAC— y reforzó la crisis hasta llevar la economía a la peor recesión en más de setenta años; 1999, de hecho, ha sido el único año con caída absoluta en el nivel real del PIB en toda la historia de Colombia tras el período de la Gran Depresión de 1929.

De esta manera, el nuevo gerente técnico del Banco de la República tuvo que iniciarse en ese cargo bajo condiciones particularmente complejas y en un

ambiente de gran animadversión de la opinión pública a las políticas del Banco. Las reservas internacionales caían rápidamente, con la tasa de cambio pegada al techo de la banda cambiaria, y la tasa de interés aumentaba de manera fortísima ante la renuencia de la Junta de compensar mediante emisión monetaria la contracción que se generaba con la venta de esas reservas. Los problemas además se agravaron cuando, ocho días después de posesionado el gobierno de Andrés Pastrana, se produjo la declaración de *default* por parte de Rusia. Buena parte de los países de América Latina enfrentaron problemas de grandes dimensiones. Brasil tuvo que permitir una maxidevaluación de su moneda en febrero de 1999, con fuertes implicaciones inflacionarias, y Chile, el país que se consideraba ejemplo de política económica para muchos otros países de la región, abandonó su banda cambiaria a comienzos de septiembre de ese mismo año. El Banco de la República terminó haciendo lo mismo, en un proceso que se había planeado cuidadosamente pero que tuvo que adelantarse de manera un tanto atropellada a consecuencia de filtraciones de información que indujeron corridas contra el peso demasiado costosas de enfrentar.

La crisis de fin de siglo trajo consigo enormes costos económicos y sociales, pero dejó también elementos que favorecieron muchas de las reformas que se introdujeron con gran éxito en la política monetaria desde el segundo semestre de 1999 y se consolidaron en la adopción de la estrategia de inflación objetivo, cuyo artífice principal, dentro del equipo técnico del Banco, fue sin duda alguna José Darío Uribe. Al menos tres elementos de la crisis fueron importantes en este resultado. En primer lugar, la fuerte contracción monetaria con la cual se enfrentó esa crisis por parte del Banco permitió una reducción muy rápida de la inflación, que bajó de 17,8% en 1997 a 16,7% en 1998 y 9,2% en 1999. De esta forma, en 1999 Colombia observaba tasas de inflación de un solo dígito por primera vez en más de un cuarto de siglo, lo que generó un alto grado de credibilidad sobre el compromiso de la Junta Directiva del Banco en el proceso de desinflación. A partir de allí, las metas de inflación que se establecieran por parte de la Junta serían mucho más creíbles. En segundo término, la experiencia de sobreajustes en la tasa de interés durante el periodo de crisis, ocasionados al menos en parte por la pretensión de manejar cuantitativamente la oferta monetaria, llevó a la Junta del Banco a tomar mayor conciencia sobre los problemas de la estrategia de metas cuantitativas monetarias y la conveniencia de usar en su lugar las tasas de interés como instrumento explícito de política. En tercer lugar, pero no menos importante, el proceso de desmonte de la banda cambiaria condujo a un régimen de flotación mucho más acorde con la posibilidad de que el Banco de la República manejara la política monetaria de manera autónoma y no restringida por las presiones que generaban las compras o ventas de divisas.

Desmonte de la banda cambiaria y puesta en marcha de una nueva estrategia

Los elementos que condujeron al abandono de la banda cambiaria en septiembre de 1999 fueron explicados en un reporte extraordinario de la Junta Directiva al Congreso de la República, cuya redacción estuvo en lo fundamental liderada por el entonces gerente técnico, José Darío Uribe (Junta Directiva del Banco de la República, 1999). Como allí se afirmaba, “la decisión de flotar la tasa de cambio se tomó, a pesar de que lo más deseable hubiera sido hacer el cambio en un momento de mayor tranquilidad cambiaria, con base en una serie de consideraciones que permitían prever, con cierto grado de confianza, que no se iba a generar una transición traumática” (p. 22). En el mismo documento se explica que al abandonarse la tasa de cambio como punto de referencia para la política monetaria, la decisión de eliminar las bandas cambiarias estaba indisolublemente ligada a la necesidad de adoptar otro tipo de ancla para las variables nominales de la economía. Era la oportunidad de adoptar un esquema en el que unas metas de inflación con alta credibilidad guiaran el manejo de todos los instrumentos de la política monetaria. En otras palabras, era un paso fundamental hacia la adopción explícita de la estrategia de inflación objetivo en Colombia.

Como se mencionó, varios de los elementos constitutivos de una estrategia de inflación objetivo habían sido esbozados en escritos de Jota durante su período como subgerente de Estudios Económicos. Al comenzar su papel de gerente técnico, en un documento escrito en enero de 1998, publicado un año más tarde (Uribe, 1999), hizo explícita la complejidad de muchos de los procedimientos operativos que mantenía la política monetaria, y los describió haciendo referencia implícita a los elementos que habrían de definirse de manera diferente para poder contar con una estrategia de inflación objetivo, esto es: i) al objetivo final de la política monetaria; ii) a los objetivos intermedios e instrumentos de política, los cuales se volvían muy complicados mientras se tuvieran metas de agregados monetarios y bandas cambiarias de manera simultánea; y, iii) a los esquemas de monitoreo, que hasta ese momento existían en reportes de precios que entregaba el equipo técnico del Banco a la Junta Directiva pero no eran conocidos por el público en general, algo que empezó a hacerse de manera sistemática mediante la publicación trimestral de los *Informes sobre Inflación*, a partir de enero de 1999, siguiendo la recomendación explícita de Jota en el documento mencionado (Uribe, 1999, p. 97).

La adopción de una estrategia monetaria de inflación objetivo o de *Inflation Targeting* se consolidaría después del desmonte de la banda cambiaria³. Los aspectos conceptuales y operacionales fueron planteados en un documento elaborado por Jota Uribe con Hernando Vargas, su mano derecha de siempre en todos los temas técnicos, y presentado en un documento de ambos autores en compañía de Javier Gómez (Uribe, Vargas y Gómez, 1999). Una versión ampliada se divulgó en varios seminarios internacionales y fue publicada en *Borradores de Economía* un par de años más tarde (Uribe, Vargas y Gómez, 2002).

Según la nueva estrategia monetaria, el proceso de desinflación se mantuvo luego de 1999 en un contexto de credibilidad creciente en las políticas del Banco. Esa credibilidad permitió que las tasas de interés de intervención mantuvieran una tendencia descendente hasta el año 2005, pese al notorio proceso de recuperación de la dinámica del PIB que se observó en ese período. Esto se daba en condiciones en las que todavía era posible argumentar que existía una importante brecha entre la producción observada y la potencial, brecha que se había ampliado a niveles muy altos durante la crisis de fin de siglo. La única interrupción en el proceso de reducción de las tasas de interés de intervención a lo largo de los siete años que transcurrieron entre comienzos de 1999 y finales de 2005 tuvo lugar en el primer semestre de 2003, cuando se presentó una fuerte depreciación del peso que llevó la tasa de cambio a niveles cercanos a 3.000 pesos por dólar, asociada a una drástica caída en los flujos de recursos de capitales hacia América Latina en una situación de incertidumbre inducida por la elección de Luis Ignacio Lula da Silva como presidente de Brasil. Cabe recordar que en ese momento Lula era percibido como poco amigo de los mercados y de las políticas macroeconómicamente sostenibles. La fuerte depreciación del peso y su repercusión en las expectativas de inflación obligaron al Banco de la República a aumentar las tasas de interés de intervención, lo que interrumpió temporalmente la tendencia descendente que traían desde 1999.

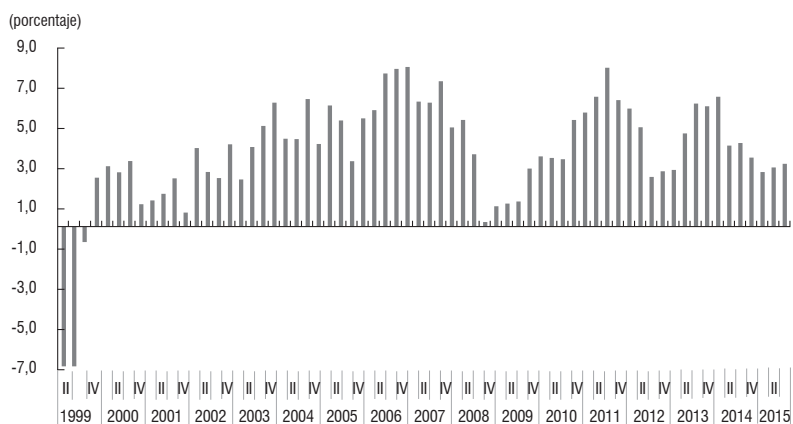
El episodio de 2003 puso de presente las dificultades que podría enfrentar la estrategia de inflación objetivo para adelantar políticas de carácter contracíclico en contextos de alta volatilidad cambiaria, en los cuales los movimientos extremos de la tasa de cambio pudieran poner en riesgo el cumplimiento de las metas de inflación. Aunque en ese momento existía todavía una brecha importante entre la producción observada y la potencial y las tasas de crecimiento del PIB eran relativamente bajas (menos de 3%, en promedio, entre mediados de

³ Tal como se menciona en el documento de López, Vargas y Rodríguez (2015), la consolidación del esquema se formalizó en el *Informe al Congreso* de julio de 2000. Allí se afirma que “con la eliminación de la banda cambiaria se ha hecho más directo el papel que desempeña la política monetaria. Bajo estas nuevas circunstancias, el régimen monetario hacia el que se mueve el Banco de la República en la actualidad es uno de inflación objetivo” (Junta Directiva del Banco de la República, 2000, p. 11).

2002 y mediados de 2003), el Banco se vio forzado a subir las tasas de interés en forma procíclica para enfrentar las presiones sobre las expectativas inflacionarias que surgían por un acelerado proceso de depreciación del peso (Gráfico 2).

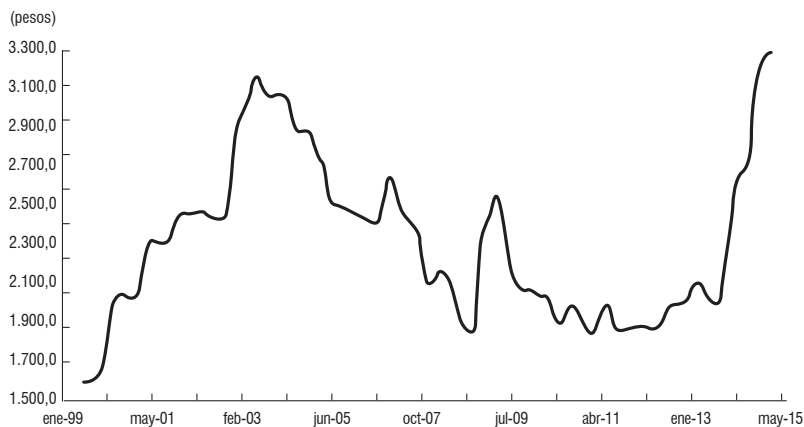
GRÁFICO 2
CRECIMIENTO, INFLACIÓN, TASA DE INTERÉS Y TASA DE CAMBIO, 1999-2015

A. VARIACIÓN ANUAL PIB TRIMESTRAL (II TRIMESTRE 1999 – III TRIMESTRE 2015)



Fuentes: DANE; cálculos de Fedesarrollo.

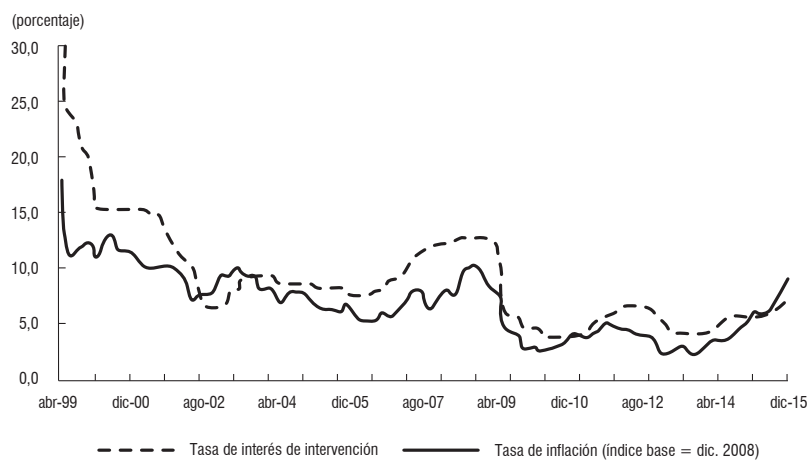
B. TASA DE CAMBIO, PESOS POR DÓLAR (ENERO 1999 - DICIEMBRE 2015)
(promedios trimestrales)



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 2 (CONTINUACIÓN)
CRECIMIENTO, INFLACIÓN, TASA DE INTERÉS Y TASA DE CAMBIO, 1999-2015

C. TASA ANUAL DE INFLACIÓN Y TASA DE INTERVENCIÓN (enero 1999 - diciembre 2015)



Fuente: Banco de la República.

Un requisito indispensable para la estrategia de inflación objetivo y su credibilidad es que la política monetaria pueda realmente concentrarse en la consecución de la meta de inflación y su autonomía para ese propósito no solo esté garantizada desde el punto de vista político e institucional sino por la ausencia de desequilibrios grandes en el frente cambiario, en el fiscal o en el financiero. En otras palabras, la estrategia de inflación objetivo tiene como prerrequisito fundamental que no haya lo que en la literatura sobre el tema se ha llamado *dominancia* cambiaria, fiscal o financiera. Este prerrequisito no se hubiera cumplido antes ni durante la crisis de fin del siglo XX. En lo corrido del siglo XXI se ha cumplido como regla general, salvo en coyunturas específicas. El episodio del primer semestre de 2003 es probablemente un ejemplo de dominancia cambiaria. Más adelante me referiré a otras situaciones en las que Jota Uribe, siendo ya gerente general del Banco, ha tenido que enfrentar condiciones similares que le impiden actuar en forma contracíclica. Una de ellas es precisamente la coyuntura actual, a partir de mediados de 2014, en la que el desplome de precios del petróleo y el cambio en la percepción de los inversionistas internacionales sobre América Latina han inducido una depreciación del peso de casi 70% en un lapso de poco más de un año, lo cual ha generado efectos importantes sobre las expectativas de inflación. Me referiré también a la preocupación permanente del Banco de

la República por apoyar una institucionalidad de las finanzas públicas que evite situaciones de dominancia fiscal. Antes de ello, sin embargo, la siguiente sección se concentra en la importancia que Jota otorgó al análisis del sistema financiero y a evitar la gestación de condiciones propicias a una crisis en ese sector, que obviamente daría al traste con la credibilidad de una estrategia monetaria de inflación objetivo de carácter contracíclico.

Sector financiero y regulación macroprudencial

La conciencia sobre la importancia de contar con un sector financiero sólido fue persistente desde la crisis de fin de siglo y los trabajos académicos y publicaciones de Jota al respecto así lo demuestran. El énfasis principal de esos análisis puede resumirse en la observación ampliamente aceptada en la academia y los principios internacionales de regulación prudencial de que las crisis financieras se gestan durante los auges crediticios, aunque en esos momentos los mismos auges hacen difícil observar el deterioro del sistema. Un aporte importante al respecto fue el que hicieron en 2002 Jota Uribe y Hernando Vargas, en ese entonces gerente técnico y subgerente de Estudios Económicos del Banco de la República, con el artículo “Reforma financiera, crisis y consolidación en Colombia”, publicado en un libro editado por Pierre Van der Haegen y José Viñals (Uribe y Vargas, 2003). En ese artículo se insinúan elementos de lo que varios años más adelante se convertiría en el estándar de la literatura sobre la necesidad de una regulación macroprudencial. Los autores muestran cómo los flujos internacionales de capitales generaron en la década de los noventa grandes fluctuaciones en el gasto agregado de la economía. El crédito interno se expandió rápidamente en el contexto de un sector financiero liberalizado y ello se reflejó en el incremento en los precios relativos de los sectores no transables y de la finca raíz. La reversión de los flujos de capital en los últimos años de la década produjo una drástica contracción del gasto y el producto, en un contexto de crisis financiera y colapso del crédito o *credit crunch* (Uribe y Vargas, 2003, p. 445).

La preocupación por la gestación de desequilibrios asociados al crecimiento excesivo del crédito se pone de presente en 2007, en un momento en que el concepto de regulación macroprudencial ya se debatía en entidades como el Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS, por sus siglas en inglés), pero aún no tenía la aceptación generalizada que ganó tras la crisis de Lehman Brothers. En 2007, de hecho, cuando ya Jota era gerente general y el crédito bancario crecía a tasas extraordinariamente altas (32% en mayo), el Banco de la República estableció encajes marginales para moderar ese crecimiento y complementar las actuaciones que de modo simultáneo estaba haciendo la Superintendencia Financiera a través de provisiones generales y contracíclicas.

Estos temas serán retomados en varios escritos posteriores de Jota, con la colaboración de Hernando Vargas, cuando el concepto de políticas financieras macroprudenciales se pone de moda en los debates internacionales. Así, por ejemplo, en un discurso pronunciado en 2012 con motivo de un evento de alto nivel organizado por el Banco Central de Uruguay en Montevideo, Jota plantea expresamente que el instrumental de políticas macroprudenciales debe ser parte integral de la estrategia de un banco central, e incluye en él no solo las tasas de interés a corto plazo, sino también la intervención en el mercado cambiario, las facilidades de prestamista de última instancia, la regulación de la liquidez del sistema financiero a diferentes plazos, el establecimiento de requerimientos de reserva bancaria o de liquidez, y de límites sobre algunas posiciones netas en activos de los intermediarios financieros (Uribe, 2012a). Esta concepción pragmática sobre los controles a los flujos internacionales de capital y, ante todo, sobre la conveniencia de regular los descalces cambiarios, fue planteada también en otras intervenciones realizadas entre 2011 y 2013, período en el que las presiones a la apreciación del peso generaban discusiones frecuentes sobre el tema (Uribe, 2011a, 2011b, 2013b). En esas intervenciones Jota plantea de manera categórica que si bien los controles de capital y la regulación cambiaria deberían entenderse como parte del marco de política de los bancos centrales, su uso ha de entenderse siempre como un complemento y no como un sustituto de políticas apropiadas en los frentes fiscal, monetario, cambiario y macroprudencial.

Jota enfatiza la necesidad de evitar la “dominancia financiera” de la política monetaria. Esta podría surgir por la necesidad de otorgar liquidez amplia a un sistema financiero en crisis cuando las condiciones macroeconómicas y el cumplimiento de las metas de inflación sugieren lo contrario. La “dominancia financiera” podría darse también en condiciones en que las metas de inflación se están cumpliendo (o incluso cuando las perspectivas de inflación son demasiado bajas y sugieren la necesidad de una política monetaria más expansiva), pero al mismo tiempo se están gestando condiciones de crecimiento crediticio que pueden generar desequilibrios financieros importantes en el mediano plazo de no adoptarse medidas restrictivas. Esto último es, precisamente, lo que muchos analistas consideran que sucedió con la política monetaria de la Fed en los Estados Unidos hacia mediados de la primera década de este siglo, algo que en varias oportunidades fue alertado por analistas del BIS.

En este contexto, el discurso de Jota en Montevideo enfatizaba que el primer principio que debe satisfacer una política monetaria para ser exitosa es evitar que esta política sea procíclica en los períodos de auge, en los cuales se suelen crear las condiciones para las crisis. Las políticas contracíclicas, sin embargo, requieren ser complementadas con otras que ayuden a identificar y prevenir vulnerabilidades sistémicas y para las cuales es fundamental el papel de los bancos centrales

en conjunto con los supervisores financieros, las agencias de seguros de depósitos (Fogafín en el caso colombiano) y los gobiernos. La regulación financiera sobre requisitos de liquidez y eventuales descálces de plazos y monedas cumple un papel importante en este propósito. Respecto a los descálces cambiarios, Jota asevera que la flexibilidad cambiaria —la cual constituye un componente fundamental de la estrategia de inflación objetivo— ayuda a desestimular la asunción de riesgos en este frente.

El apoyo a la participación de los bancos centrales en el diseño e implementación de instrumentos de política macroprudencial es ratificado por José Darío Uribe en la conferencia sobre este tema organizada en México D. F. por el Cemla, el Banco Mundial y el Banco de Italia, en junio de 2013 (Uribe, 2013a). Allí, sin embargo, Jota plantea los riesgos de que esas políticas entren en conflicto, dadas ciertas circunstancias, con los objetivos centrales de la política monetaria. Por ello anota que la validez y conveniencia de usar políticas macroprudenciales depende de manera crítica de los arreglos institucionales que existan en cada país, del grado de desarrollo de sus sistemas financieros y de qué tan vulnerables sean esas economías a choques externos, sean comerciales, por términos de intercambio o por flujos de capitales.

4. LA GERENCIA GENERAL

A finales de 2004 se completó el período máximo que legalmente podía estar Miguel Urrutia en la Gerencia General del Banco de la República y la Junta Directiva adelantó el proceso de elegir a su sucesor. Este proceso es relativamente complejo, por cuanto no solo busca garantizar que el nuevo gerente tenga una mayoría de votos entre los siete miembros de la Junta, sino que, en la medida de lo posible, genere consenso y no enfrente una oposición fuerte de algún o algunos miembros con posiciones minoritarias. De conformidad con esos principios, la elección de Jota como gerente general demostró la ascendencia y credibilidad que había logrado en el conjunto de miembros del Directorio durante una larga trayectoria de casi doce años en el Banco, como subgerente de Estudios Económicos primero y como gerente técnico después.

4.1. Consolidación de la estrategia de inflación objetivo y ejecución de una política contracíclica

Los once años que han corrido hasta el momento de escribir estas líneas, desde el ingreso de Jota a la Gerencia General en enero de 2005, han permitido la consolidación de la estrategia de inflación objetivo que se había ido definiendo poco a

poco en el período precedente. Además, los altos niveles de credibilidad pública del Banco facilitaron que actuara con gran flexibilidad para adoptar políticas contracíclicas, que ayudaron a estabilizar el comportamiento de la actividad productiva.

El ejemplo más ilustrativo de la política monetaria contracíclica y estabilizadora que se pudo adelantar bajo la estrategia de inflación objetivo durante la gestión de Jota Uribe como gerente general, es el correspondiente a la crisis que se desencadenó a nivel mundial tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Cuando se produjo esa crisis el crecimiento de los precios en Colombia estaba acercándose a sus metas de largo plazo. Entre 2005 y 2006 los aumentos del IPC fueron inferiores al 5% y, si bien en 2007 y comienzos de 2008 se había presentado un ligero incremento en la inflación, la credibilidad en que pronto se llegaría al rango definido por el Banco como meta para el largo plazo (3% +/- 1%) había aumentado de manera sustancial. En este contexto, cuando empezó a sentirse en Colombia una rápida desaceleración económica como consecuencia de la crisis internacional, la autoridad monetaria pudo manejar las tasas de interés con criterios contracíclicos, reduciéndolas de manera agresiva, del 10% en diciembre de 2008, al 4% en octubre de 2009 y a 3% hacia mediados de 2010 (Gráfico 2, p. 290). Dicha política se dio además en un contexto de amplia flexibilidad cambiaria que permitió a la tasa de cambio subir desde 1.650 hasta cerca de 2.500 pesos por dólar en unos pocos meses, sin afectar la credibilidad de las metas de inflación.

Por supuesto, la política contracíclica no solo actúa bajando las tasas de interés y permitiendo depreciaciones de la moneda en las fases de crisis internacional y desaceleración económica. La credibilidad que permite hacer eso se gana precisamente en las fases positivas del ciclo económico, cuando la actividad productiva y la demanda agregada están creciendo por encima del potencial; en esas fases de auge la autoridad monetaria debe subir las tasas de interés y permitir apreciaciones importantes de la tasa de cambio, decisiones que típicamente generan reacciones políticas adversas por parte del Gobierno y situaciones de incompreensión por parte de la opinión pública, que siente que el banco central obstaculiza un mayor dinamismo económico. Este tipo de situación de auge económico fue precisamente lo que tuvo que enfrentar el Banco de la República durante los primeros años en que Jota Uribe fue su gerente general. Específicamente, entre enero de 2006 y agosto de 2008 el Banco aumentó las tasas de interés de intervención desde un mínimo de 6% a un máximo de 10%, pese a que en el mismo lapso el peso mostraba un fuerte proceso de apreciación cambiaria que llevó la tasa de cambio desde niveles cercanos a 2.300 pesos por dólar en 2005 al orden de 1.700 pesos a mediados de 2008 (véase Gráfico 2, panel b, p. 290). En ese período el Banco de la República tuvo que desempeñar un papel políticamente ingrato, pero su autonomía no estuvo amenazada, como sí había sucedido en

diciembre de 2004, cuando el presidente de la república quiso establecer una mayor tasa de cambio por decreto, algo a lo cual, según se cuenta de manera informal, se opusieron de manera radical y lograron desactivar al ministro de Hacienda de la época, Alberto Carrasquilla, y el líder empresarial y presidente de la ANDI, Luis Carlos Villegas.

Las críticas a la política de aumentos en las tasas de interés durante el auge condujeron a que José Darío Uribe y Hernando Vargas escribieran el documento “¿Por qué la Junta Directiva aumentó las tasas de interés de intervención del Banco de la República en julio de 2008?” (Uribe y Vargas, 2008). Allí se muestra cómo el auge de la demanda y el crédito en 2006 y 2007, no solo había obligado a aumentos en la tasa de interés de intervención del Banco, sino también a la imposición temporal de encajes marginales sobre el sistema financiero nacional y la activación de mecanismos de control a la entrada de capitales externos. Se enfatiza, asimismo, la gran importancia que otorgaban los autores del documento (y la Junta Directiva del Banco), a mantener las expectativas de inflación en el rango establecido como meta. Se muestra, de hecho, cómo el aumento en las tasas de julio de 2008 ayudó a ajustar esas expectativas y fue esencial para que en los meses siguientes, cuando ya empezaban a verse los efectos negativos de la crisis de Lehman Brothers, en agosto de ese año, se pudiera flexibilizar de manera importante la política monetaria, “reduciendo los encajes, desactivando algunos controles de capitales y disminuyendo rápidamente las tasas de interés de política [...]”. La contención de las expectativas de inflación en 2008 y su rápido descenso con la inflación en 2009 han permitido la adopción de una política monetaria contracíclica y la flotación del peso” (Uribe y Vargas, 2009, p. 15).

La necesidad de adoptar una política monetaria restrictiva en medio de un ambiente económico de auge se vería nuevamente entre comienzos de 2011 y mediados de 2012, cuando la tasa de interés de intervención se llevó de 3% a 5,25% y entre febrero de 2014 y octubre de ese mismo año, cuando, tras un período de reducciones, se elevó nuevamente de 3,25% a 4,5%.

La primera de estas coyunturas se describe con claridad en la conferencia realizada por Jota ante la Asociación de Economía de América Latina y el Caribe (Lacea, por su sigla en inglés), en Medellín (2010), la cual fue posteriormente editada y publicada en la serie *BIS Papers* del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (Uribe, 2012b). Entre 2010 y 2012 se estaba presentando de nuevo un proceso de apreciación cambiaria que hacía particularmente impopular el aumento de las tasas de interés. Existía además mucha presión para que el Banco tratara de evitar la apreciación, no solo manteniendo una política monetaria más laxa, sino mediante intervenciones de compra de divisas en el mercado cambiario, una política sobre la cual Jota plantea contraargumentos contundentes. Afirma en particular que si se hacen compras masivas de reservas

internacionales sin esterilizar, el efecto puede ser una expansión crediticia excesiva, la conformación de una burbuja y presiones inflacionarias. Por otro lado, si las intervenciones cambiarias son esterilizadas, la política puede atraer más capitales externos y hacer que la intervención sea ineficaz e insostenible (Uribe, 2012b, p. 5). La intervención esterilizada, además, es costosa en la medida en que las tasas de interés internas (que se dejan de percibir al reemplazar bonos de deuda pública por divisas en el balance del banco central) son más altas que las externas (correspondientes a la inversión de las reservas internacionales). Este costo no es despreciable y para el año 2012 Jota lo calcula en 9 mil millones de pesos por cada 100 millones de dólares comprados (Uribe, 2012c, p. 20).

No es casualidad que varios de los más importantes premios internacionales que ha recibido Jota Uribe en su período como gerente general estén asociados a la adopción de políticas monetarias contracíclicas en los momentos en que precisamente es más difícil adoptarlas: no en los períodos de crisis, cuando la política contracíclica es de carácter expansivo y genera popularidad, sino en los de auge, cuando se trata de políticas contractivas, difíciles de explicar ante la opinión pública general. Los premios internacionales especializados reconocen estas dificultades y resaltan el coraje de quienes adoptan oportunamente las decisiones que se requieren, aunque ello no sea popular. Uno de esos premios fue el otorgado en 2007 y de nuevo en 2012, el Emerging Markets Central Bank Governor of the Year Award for Latin America. Asimismo, en 2007 y 2014 recibió de la revista británica *The Banker* la distinción como Banquero Central del Año en América y en septiembre de 2014 recibió el reconocimiento Central Bank Governor of the Year por la revista *Latin Finance*. También en 2014, Jota recibió el honroso nombramiento del BIS como presidente del Comité Consultivo para las Américas.

4.2. Riesgos para una política contracíclica exitosa: credibilidad vs. inestabilidad cambiaria

Adelantar políticas monetarias contracíclicas de carácter restrictivo cuando la economía se encuentra en auge y la tasa de cambio muestra procesos de apreciación es difícil desde el punto de vista político, tal como se argumentó. Pero también existen riesgos cuando se adelantan políticas contracíclicas expansivas en períodos de desaceleración económica, cual sucedió en el episodio descrito de 2009, posterior al estallido de la crisis de Lehman Brothers. El principal de esos riesgos tiene que ver con la expectativa que se puede generar en la opinión pública de que la política monetaria arregla todos los problemas y no tiene limitaciones. Este es precisamente el punto que enfatiza Jota Uribe en marzo de 2009 en el discurso pronunciado en un seminario para inversionistas durante las

reuniones anuales del Banco Interamericano de Desarrollo que se llevaron a cabo en Medellín (Uribe, 2009).

En esa intervención Jota plantea dos riesgos particularmente grandes para el manejo contracíclico en períodos de desaceleración económica. El primero, es llevar las tasas de interés a niveles inferiores a los consistentes con las metas de inflación, lo cual afecta la credibilidad de la política monetaria. Es cierto que en las fases de desaceleración de la actividad productiva tanto la inflación observada como las expectativas de inflación tienden a reducirse; sin embargo, la magnitud de esa reducción puede ser insuficiente en un país como Colombia, en el que los sistemas de indexación de precios siguen siendo importantes como consecuencia de una larga historia de inflación relativamente alta. En este caso, el riesgo consiste en que la política monetaria ayude poco a mitigar la desaceleración económica y sí contribuya a que se pierda credibilidad en la estabilidad de las variables nominales que costó tanto esfuerzo consolidar a lo largo de las dos últimas décadas.

El segundo riesgo se relaciona con la posibilidad de que una política monetaria expansiva induzca una depreciación excesiva de la tasa de cambio. Este riesgo puede exacerbarse en la medida en que la desaceleración económica esté asociada con un choque externo y caídas en los precios de los productos básicos de exportación del país. Cabe recordar que tras la crisis de Lehman Brothers, entre mediados de 2008 y finales del primer trimestre de 2009, el precio WTI del petróleo cayó dramáticamente, de niveles cercanos a 150 dólares por barril a niveles inferiores a 40 dólares, lo que tuvo implicaciones enormes sobre la oferta de divisas y llevó la tasa de cambio de niveles promedio cercanos a 1.700 pesos por dólar hasta casi 2.500 pesos por dólar en un lapso de solo nueve meses. Jota argumenta en el discurso citado que la devaluación del peso frente al dólar constituyó en ese episodio una preocupación mucho menor en Colombia y en Latinoamérica, de lo que había sido tradicional en el pasado. Entre las razones menciona el hecho de que las empresas del sector real y los sistemas financieros estaban mucho menos expuestos al riesgo cambiario y que la crisis internacional estaba reduciendo los precios en dólares de los productos importados, lo que permitía compensar en alto grado el efecto de la devaluación de las monedas locales sobre los precios internos.

Los riesgos planteados por Jota con respecto a la política monetaria contracíclica no son argumentos en contra de esa política, sino llamados de atención con relación a los límites que tiene la política monetaria para actuar sobre las variables reales, y la importancia de mantener, por encima de todo, la prioridad que siempre debe tener la credibilidad en las metas de inflación. Los efectos positivos que tuvo la política monetaria contracíclica en 2009 fueron evidentes y se

describen de manera clara en el artículo publicado junto con Hernando Vargas en la *Revista del Banco de la República* (Uribe y Vargas, 2009).

Los resultados favorables de la política adoptada en ese momento se describen también en la presentación realizada por Jota en el Simposio del Mercado de Capitales, en Medellín, en mayo de 2010 (Uribe, 2010a). Jota retoma allí los argumentos a favor de la flotación cambiaria, sin perjuicio de que el Banco de la República eventualmente intervenga en el mercado cambiario con el propósito de mantener un nivel adecuado de reservas internacionales, absorber choques de liquidez externa, minimizar riesgos de contagio, o incluso “mitigar desalineamientos de la tasa de cambio, la cual, como precio de un activo, puede experimentar movimientos puramente especulativos”. En este contexto, recalca que para evitar contradicciones con los objetivos centrales de la política monetaria en un esquema de inflación objetivo “es esencial que el mercado tenga claro que la intervención no persigue una tasa de cambio objetivo” y agrega que “de acuerdo con nuestra amplia experiencia al respecto, esto se logra más fácilmente cuando la intervención es sistemática (v. g. con el sistema de subastas diarias por un monto fijo) que cuando es discrecional” (Uribe, 2010a, p. 3).

En cualquier caso, la volatilidad que puede surgir como consecuencia de la flexibilidad cambiaria no está exenta de riesgos y es por ello que en el discurso de Medellín Jota defiende la necesidad de una regulación cambiaria macroprudencial encaminada a

[...] mitigar los descalces de monedas y de plazos, atenuar los riesgos de contraparte en los mercados de derivados, reforzar la estabilidad financiera y, por ende, permitir la máxima flexibilidad cambiaria. Las medidas en este aspecto incluyen los límites a la posición propia de contado de los intermediarios financieros, los límites a la posición bruta de apalancamiento y la restricción sobre el plazo y la moneda de la intermediación de fondos externos por parte de los bancos locales. Estas medidas tienen costos similares a los de los controles de capital, razón por la cual sus parámetros balancean los beneficios en términos de estabilidad financiera con dichos costos. (Uribe, 2010a, p. 4)

Los riesgos planteados por Jota en 2010 de que una política monetaria expansiva de carácter contracíclico coincida con una devaluación excesiva vinieron a manifestarse nuevamente de manera intensa, y quizás más dramática, unos años más tarde, en el episodio que estamos viviendo en la actualidad, con el desplome de los precios del petróleo a partir de mediados de 2014. La gran diferencia es que en el episodio que siguió a la crisis de Lehman Brothers la caída fue temporal y se revirtió de manera rápida desde el segundo trimestre de 2009, gracias al

gran empuje que recibieron la economía mundial y los precios del petróleo por la política de estímulo que adelantaron las autoridades chinas. En el episodio que estamos viviendo desde mediados de 2014, en cambio, todo parece indicar que la caída en los precios del petróleo tiene un carácter estructural y que sus implicaciones las veremos durante varios años, tanto en términos de desbalances en la balanza de pagos como de las cifras fiscales del país. La depreciación del peso, además, ha sido considerablemente mayor en esta oportunidad. En efecto, durante los nueve meses que siguieron a la crisis de Lehman Brothers, entre julio de 2008 y marzo de 2009, la tasa de cambio del peso frente al dólar se depreció en 47% y ese proceso se revirtió en más de dos terceras partes durante los nueve meses siguientes. En el episodio reciente, por el contrario, el aumento en la tasa de cambio durante el período comprendido entre junio de 2014 y enero de 2016 ha sido superior a 70% (ver, Gráfico 2).

La fuerte y sostenida depreciación del peso en la coyuntura reciente amenaza la credibilidad de las metas de inflación y hace que cualquier intento por adelantar políticas monetarias expansivas, encaminadas a mitigar la desaceleración que está teniendo lugar en la actividad productiva y la demanda agregada, puedan tener impactos totalmente contraproducentes. A ello, además, se ha unido la desafortunada coincidencia de un gran aumento en los precios de los alimentos durante el segundo semestre de 2015, asociado con factores climáticos. La conjunción de estos factores y el fenómeno de El Niño, se unió a los efectos inflacionarios de la depreciación del peso para generar una inflación en 2015 de 6,8%, muy superior al límite máximo del rango meta (de 2% a 4%) establecido por el Banco de la República. Es por ello comprensible que el Banco no sólo se haya abstenido de bajar las tasas de interés y adelantar políticas expansivas en esta coyuntura, sino que haya iniciado desde octubre de 2015 un proceso de aumento en esas tasas con características claramente procíclicas. Este es el costo que debe pagarse para mantener la credibilidad que se ganó a lo largo de muchos años, indispensable para que en el futuro pueda volverse a pensar en políticas contracíclicas.

4.3. El tema fiscal

Así como la estrategia de inflación objetivo y la capacidad de adelantar políticas monetarias contracíclicas tienen límites cuando existe una depreciación excesiva de la tasa de cambio (dominancia cambiaria) o cuando hay debilidades en el sistema financiero (dominancia financiera), los límites también existen, y pueden ser muy grandes si hay dominancia fiscal, esto es, cuando los desbalances de las políticas públicas son de tales dimensiones que deben ser cubiertos directa o indirectamente con emisión monetaria. Por supuesto, la autonomía formal del Banco de la República otorgada por la Constitución de 1991 constituye una defensa

muy importante contra esa posibilidad. Esa defensa jurídica e institucional, sin embargo, podría ser inoperante ante una realidad de déficit fiscal inmanejable. La solidez de las finanzas públicas se convierte por esta razón en un prerequisite indispensable para la credibilidad de la política monetaria. Más allá de ese propósito, una política fiscal prudente abre la posibilidad de que las finanzas públicas también actúen en forma contracíclica, acompañando lo que en esa misma dirección se haga desde la política monetaria.

Es en este contexto que el Banco de la República, con Jota Uribe como gerente general, se convierte desde un principio en un fuerte impulsor de una regla fiscal, mediante la publicación, a partir de 2007, de varios documentos técnicos sobre el tema⁴. Tras varios años de discusión, la regla fiscal para el Gobierno nacional fue aprobada por el Congreso colombiano como Ley 1473 de julio de 2011. En su lanzamiento, Jota hizo explícita la importancia que tendrían varios prerequisites para su éxito (Uribe, 2011c).

El primero de ellos era el avance logrado en el proceso de saneamiento de las finanzas públicas, el cual permitió reducir de manera importante los niveles de endeudamiento. De hecho, la deuda bruta del sector público no financiero se había reducido en 20 puntos y la del Gobierno nacional en 12 puntos porcentuales del PIB entre 2002 y 2008. Este proceso de reducción de la deuda solo se interrumpió en 2009, en el contexto de la crisis internacional, cuando gracias precisamente a la buena situación fiscal inicial el Gobierno pudo dejar que actuaran los estabilizadores automáticos, lo que evitó recortar el gasto a pesar de la caída en los ingresos.

El segundo prerequisite consistía en el avance del marco institucional asociado con el proceso presupuestal, los controles al endeudamiento territorial y la existencia de la Ley 819 de 2003, o Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal, que obliga a la presentación anual por parte del Gobierno de un marco fiscal de mediano plazo (MFMP). Era claro para Jota, por lo tanto, que la Ley de Regla Fiscal, más que un elemento con el cual iniciar un proceso de ajuste fiscal, constituiría una herramienta fundamental para consolidar un proceso ya iniciado.

En otra intervención sobre el mismo tema, realizada durante el proceso de diseño de la regla fiscal (Uribe, 2010b), Jota afirma que esta se adoptaba en un momento oportuno para poder ayudar a que el significativo aumento que estaba teniendo lugar en las rentas públicas provenientes del sector minero-energético fuera ahorrado, al menos en una porción importante, y no se convirtiera en fuente de mayor gasto, con las implicaciones perversas que ello podría tener sobre la

⁴ Ver, en particular, Uribe (2007) y López *et al.* (2008).

demanda agregada, la apreciación real del peso y las presiones inflacionarias. Además, la regla sería un complemento al MFMP al permitir descontar “el efecto que tiene el ciclo económico sobre los ingresos y gastos del gobierno, de manera que se puedan identificar sus componentes permanentes y transitorios para fijar una postura fiscal de largo plazo” (p. 2). Así como la política monetaria pudo volverse contracíclica una vez logró la credibilidad requerida en sus metas de inflación, la política fiscal debería poder hacerlo tras cumplir los prerrequisitos para ello.

La aprobación de la Ley de Regla Fiscal en 2011 no es por sí misma garantía de que las finanzas públicas puedan a partir de esa fecha actuar en forma contracíclica. Esa aprobación legal tampoco impide necesariamente que la política monetaria vaya a estar afectada en el futuro por condiciones de dominancia fiscal, algo que podría suceder si no hay una respuesta contundente cuando los ingresos públicos asociados a las rentas petroleras caen de manera tan drástica como lo hicieron a partir de mediados de 2014. Por fortuna, gracias en parte a la regla fiscal, los niveles de endeudamiento público son suficientemente bajos en el momento en que se presenta dicha caída en los ingresos y el país cuenta con la credibilidad necesaria frente a los mercados financieros nacionales e internacionales para financiar temporalmente mayores niveles de déficit fiscales, lo cual permite de nuevo, como sucedió en 2009, que al menos de manera parcial actúen los estabilizadores automáticos contracíclicos sin generar dificultades mayores. A mediano plazo, sin embargo, en la medida en que la caída en las rentas petroleras que estamos observando desde 2014 tiene características más estructurales y permanentes, las finanzas públicas deberán estabilizarse mediante un ajuste también estructural en los ingresos y/o en los gastos. Ello se hará más urgente y complejo en la medida en que el proceso de ajuste tendrá lugar en un momento en el cual la liquidez internacional se está reduciendo y las tasas de interés internacionales están aumentando como consecuencia del proceso de normalización de la política monetaria en los Estados Unidos (Uribe, 2013c).

En otras palabras, la política monetaria contracíclica que se ha podido ejecutar durante la mayor parte de los años en que Jota Uribe ha sido gerente general del Banco de la República debe mucho al buen diseño de la estrategia de inflación objetivo; pero debe mucho, también, a la inexistencia de grandes desequilibrios financieros, cambiarios o fiscales que generen dominancia de esos frentes sobre la política monetaria. Los eventos que se han desencadenado desde mediados de 2014, con sus efectos sobre el mercado cambiario y las finanzas públicas colombianas, podrían poner esos avances en riesgo. El buen manejo de la política monetaria será fundamental para que eso no suceda y se pueda mantener la credibilidad que ha ganado el Banco de la República. Ello, sin embargo, puede no ser suficiente ante la magnitud del choque que han recibido las finanzas públicas

y las cuentas externas del país. Para que sea viable seguir manejando la política monetaria con criterios contracíclicos será necesario que los desajustes externos y fiscales se enfrenten con firmeza y credibilidad. Los retos en este sentido no serán fáciles, ni para el Gobierno ni para el Banco de la República.

El fin del largo período de auge en los precios de las materias primas que tanto benefició a las economías latinoamericanas en los últimos quince años, entre ellas la colombiana, pondrá a prueba la capacidad para mantener una política monetaria de carácter contracíclico enmarcada en la estrategia de inflación objetivo. Con seguridad serán necesarios muchos ajustes en esa estrategia. En los países avanzados los bancos centrales más poderosos del mundo —el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón, entre ellos— han cambiado de manera importante sus instrumentos de política monetaria en los últimos años, tras la larga crisis que se desencadenó con posterioridad a la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Esos bancos han reconocido las limitaciones del manejo de la tasa de interés de corto plazo y han llevado a cabo innovaciones tan revolucionarias como los sistemas de flexibilización monetaria cuantitativa, o *quantitative easing*. Algunos analistas interpretan estos desarrollos como la muerte de la estrategia de inflación objetivo en el mundo. Muchos otros, sin embargo, con los cuales tiendo a estar más de acuerdo, consideran que dicha estrategia está viva y goza de buena salud. Tal como lo expresa Viv Davies, del Centro para la Investigación en Política Económica con sede en Londres (CEPR por sus siglas en inglés), la estrategia ha sido revisada pero no rechazada, y será fundamental a fin de mantener las expectativas de inflación ancladas en los próximos años⁵. Esto aplica claramente en los países avanzados tras la crisis de Lehman Brothers y muy probablemente aplicará también en los países emergentes que están empezando a enfrentar dificultades importantes para mantener sus variables macroeconómicas dentro de la senda consistente con un crecimiento estable y sostenido tras la terminación del período de auge en los precios internacionales de sus productos básicos de exportación. Colombia se encuentra entre esos últimos países y sus retos serán inmensos en los años venideros. En cualquier caso, es claro que para efectos de su política monetaria y de las reformas que sean necesarias en el futuro, este país

⁵ *Inflation targeting is alive and well; it has been revised, not rejected. It is needed now more than ever to keep expectations anchored while the advanced economies work their way through today's slow growth, rickety banks, and over indebted public sectors* es la frase usada por Viv Davies (Chief Operating Officer of the CEPR), para resumir el acuerdo fundamental de muchos autores en el prólogo del libro *Is Inflation Dead? Central Banking After the Crisis* (Reichlin y Baldwin, 2013), editado por Lucrezia Reichlin y Richard Baldwin, en el que se presentan artículos de personalidades como Markus Brunnermaier, Stephen Cecchetti, Mohamed El-Erian, Jeffrey Frenkel, Charles Goodhart, Michael Woodford o Charles Wyplosz, entre otros.

cuenta con un valioso activo: la credibilidad en el Banco de la República, en cuya construcción y consolidación ha sido fundamental el papel de Jota Uribe.

REFERENCIAS

- Arango, L. E.; Posada, C. E.; Uribe, J. D. (2004). “Cambios en la estructura de los salarios urbanos en Colombia, 1984-2000”, *Borradores de Economía*, núm. 297, julio.
- Bernanke, B. (2003). “Milton Friedman’s monetary framework”, Federal Reserve Bank, Remarks at the Federal Reserve Bank of Dallas Conference on the Legacy of Milton and Rose Friedman’s Free to Choose, Dallas, Texas, 24 October.
- Blinder, A. (1998). *Central Banking in Theory and Practice*, Massachusetts: Institute of Technology. Traducido e impreso en español como *El banco central: teoría y práctica*, España: Antoni Bosch Editor.
- Carrasquilla, A.; Uribe, J. D. (1991). “Sobre la persistencia de las fluctuaciones reales en Colombia”, *Desarrollo y Sociedad*, núm. 27, p. 147, marzo.
- Gaviria, A.; Uribe, J. D. (1993). “Origen de las fluctuaciones económicas en Colombia”, *Ensayos sobre la Economía Cafetera*, núm. 9, enero-diciembre.
- Hernández, A.; Tolosa, J. (2001). “La política monetaria en Colombia en la segunda mitad de los noventa”, *Borradores de Economía*, núm. 172, febrero.
- Johansen, S.; Juselius, K. (1990). “Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration With Application to the Demand for Money”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 52.
- Junta Directiva del Banco de la República (1999). *Informe adicional de la Junta Directiva al Congreso de la República*, Banco de la República, octubre.
- Junta Directiva del Banco de la República (2000). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, Banco de la República, julio.
- López, E.; Vargas, H.; Rodríguez, N. (2015). “La estrategia de inflación objetivo en Colombia”, mimeo.
- López, H.; Rhenals, R.; Botero, J.; Posso, C. (2008). “Conveniencia de una regla fiscal de balance estructural para Colombia”, *Borradores de Economía*, Banco de la República, núm. 497.
- Misas, M.; Oliveros, H.; Uribe, J. D. (1994), “Especificación y estabilidad de la demanda de dinero en Colombia”, *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 25, junio.
- Reichlin, L.; Baldwin, R. (eds.) (2013). *Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis*, United Kingdom: Centre for Economic Policy Research, CEPR.

- Uribe, J. D. (1993a). “Infraestructura física, ‘clubs de convergencia’ y crecimiento económico: alguna evidencia empírica”, *Coyuntura Económica*, vol. XXIII, núm. 1, abril. Publicado también como documento de trabajo en *Archivos de Macroeconomía*, Departamento Nacional de Planeación, núm. 7, noviembre de 1992.
- Uribe, J. D. (1993b). “Educación, complementariedades productivas y capital humano”, *Planeación y Desarrollo*, vol. 24, número especial, diciembre.
- Uribe, J. D. (1994a). “Inflación y crecimiento económico en Colombia: 1951-1992”, en M. Aparicio y W. Easterly (coords.), *Crecimiento económico: teoría, instituciones y experiencia internacional*, Banco Mundial y Banco de la República. Memorias del Seminario realizado en Bogotá los días 27 y 28 de junio de 1994, publicado también en *Borradores de Economía*, núm. 1, septiembre de 1995.
- Uribe, J. D. (1994b). “Inflación inercial, tasa de cambio y anclas”, *Borradores Semanales de Economía*, núm. 10, noviembre.
- Uribe, J. D. (1994c). “Flujos de capital, diferenciales de tasas de interés y expectativas de revaluación”, Banco de la República, Documento SG-EE-0394-033J, marzo.
- Uribe, J. D. (1995). “Flujos de capital en Colombia, 1978-1994”, *Borradores Semanales de Economía*, núm. 25, marzo.
- Uribe, J. D. (1999). “Monetary Policy operating procedures in Colombia”, disponible en <https://www.bis.org/publ/plcy05d.pdf>
- Uribe, J. D. (2007). “¿Es conveniente la fijación de una regla fiscal cuantitativa para el Gobierno colombiano?”, mimeo.
- Uribe, J. D. (2009). “Monetary Policy Challenges in Latin America: Some General Principles for a Countercyclical Monetary Policy”, Comments at the Investor Seminar at the time IADB Annual Meeting in 2009, Banco de la República, marzo, disponible en http://www.banrep.gov.co/docum/Lectura_finanzas/pdf/uribe_mar_2009.pdf
- Uribe, J. D. (2010a). “La estrategia de la política monetaria en Colombia y la decisión reciente de la Junta Directiva del Banco de la República”, intervención en la instalación del Simposio del Mercado de Capitales, mimeo, mayo 20.
- Uribe, J. D. (2010b). “Intervención en el informe para el diseño de la regla fiscal”, mimeo.
- Uribe, J. D. (2010c). “Regla fiscal y estabilidad macroeconómica”, intervención en el lanzamiento de la regla fiscal, mimeo, julio.
- Uribe, J. D. (2011a). “Should capital controls and foreign exchange market regulation be part of the tool kit of central banks?”, IADB Annual Meetings, mimeo, Washington, abril.

- Uribe, J. D. (2011b). “Managing Capital Inflows in Emerging Markets: The Case of Colombia”, Foro regional: Managing the Capital Account and Regulating the Financial Sector: A Developing Country Perspective, Fundación Getulio Vargas, Río de Janeiro, mayo.
- Uribe, J. D. (2012a). “¿How can Macro-Prudential Policies or frameworks for Financial Stability be designed to preserve the credibility of monetary policy to keep inflation low? Reflections from a commodity exporting, small open economy”, High Level Conference on Macroprudential Policies to Achieve Financial Stability, organized by the Banco Central de Uruguay and the IMF, Montevideo, mimeo, marzo 1.
- Uribe, J. D. (2012b). “Global Factors and Monetary Policy in Emerging Economies”, intervención en la Conferencia de Lacea en Medellín en 2010, publicada en Serie *BIS Papers*, Bank for International settlements, Basel.
- Uribe, J. D. (2012c). “En defensa del marco actual de política cambiaria”, en *¿Qué hacer con la apreciación del peso? Debate de coyuntura económica y social*, Fedesarrollo, mayo.
- Uribe, J. D. (2013a). “Is there a Future for Macro prudential Policy?”, Conference on Macroprudential Policies organized by Cemla, the World Bank and the Bank of Italy, México D. F., mimeo, junio 20.
- Uribe, J. D. (2013b). “Policy Response to Exchange Rate Pressure”, Fifth Summit Meeting of Central Banks on Inflation Targeting, Santiago, noviembre.
- Uribe, J. D. (2013c). “Intervención en reunión Cemla sobre “Normalization of Monetary Policy in Industrialized Economies and the Possible Effects on Latin America and the Caribbean”, Reunión de Gobernadores de Bancos centrales del Cemla, Washington, mayo.
- Uribe, J. D.; Vargas, H. (2003). “Financial Reform, Crisis and Consolidation in Colombia”, en P. V. der Haegen y J. Viñals (eds.), *Regional Integration in Europe and Latin America: Monetary and Financial Aspects*, Ashgate.
- Uribe, J. D.; Vargas, H. (2008). “¿Por qué aumentó la Junta Directiva las tasas de interés de intervención del Banco de la República en julio de 2008?”, abril.
- Uribe, J. D.; Vargas, H. (2009). “Reacción de la política del Banco de la República en un ambiente de pánico financiero internacional”, *Revista del Banco de la República*, núm. 978.
- Uribe, J. D.; Vargas, H.; Gómez, J. (1999), “Strategic and Operational Issues in Adopting IT in Colombia”, mimeo, noviembre.
- Uribe, J. D.; Vargas, H.; Gómez, J. (2002). “The Implementation of Inflation Targeting in Colombia”, *Borradores de Economía*, núm. 202, marzo.
- Urrutia, M.; Llano, J. (2011). “La crisis internacional y cambiaria de fin de siglo en Colombia”, *Desarrollo y Sociedad*, núm. 67.

Tres banqueros centrales

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

Villar, L. (2011). “Enseñanzas de una crisis: comentarios al artículo de Miguel Urrutia y Jorge Llano”, *Desarrollo y Sociedad*, núm. 67.