

# NOTA EDITORIAL

## UNA VISIÓN ALTERNATIVA: LA POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN LA ÚLTIMA DÉCADA

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

Algunos economistas no tienen la perspectiva histórica para entender las circunstancias que generaron las políticas económicas en el pasado, y tal vez son excesivamente optimistas sobre las bondades de algunas políticas del presente en futuras circunstancias. Hay que entender que las políticas que funcionaron bien en el pasado, pueden no ser adecuadas en el presente, y que políticas diseñadas para la actual coyuntura pueden no ser óptimas en el futuro. En esta breve Nota me propongo analizar algunas de las coyunturas que llevaron a los cambios de política económica en los últimos 15 años del siglo XX.

En 1985 la economía colombiana funcionaba con un comercio exterior altamente regulado y existía un régimen proteccionista con altos aranceles y control directo a las importaciones. El sector financiero era muy

intervenido por las autoridades, y las tasas de interés no eran de mercado, y reflejaban diferentes tipos de intervenciones estatales. Los flujos financieros legales se regulaban pero los flujos informales eran bastante grandes. Carolina Gómez (1996), muestra cómo hay indicaciones claras de que la economía colombiana era bastante abierta a los flujos de capital, aunque tenía un control de cambios formal aparentemente muy estricto. Hasta principios de los años 90, el régimen cambiario era de tasa de cambio con devaluación gradual, en el cual el banco central determinaba el precio de la divisa diariamente. El régimen entonces era esencialmente de tasa fija, con intervención masiva del banco central para hacerla efectiva, aunque la tasa de intervención variara diariamente. La política monetaria trataba de mantener la inflación entre 22,0% y 28,0%.

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

## *I. LA LIBERACIÓN COMERCIAL*

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

La motivación original para la liberación comercial en la segunda parte de los años 80 fue la observación de técnicos de Planeación Nacional y del Banco de la República de que la productividad de la economía colombiana había caído significativamente. La experiencia del este y sureste asiático había mostrado en las dos décadas anteriores que países en desarrollo volcados hacia el comercio internacional se podían beneficiar del ambiente de globalización y libre comercio vigente en el mundo en la posguerra. Parecía, entonces, lógico liberar importaciones y abrir la economía para lograr mayor eficiencia y productividad.

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



Las circunstancias de los años noventa no favorecían una política pro-  
teccionista. Esto no quiere decir que esa política no fue adecuada en los  
años 30, 40 ó 50.

## *II. POLÍTICA MONETARIA*

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

Semanalmente la Junta Monetaria analizaba los cambios en la base  
monetaria y los medios de pago, y el origen de la emisión. En los años  
70 y 80, hubo episodios de bonanza externa en que la principal causa  
del crecimiento de los medios de pago era la compra de reservas inter-  
nacionales. La Junta Monetaria trataba de compensar el crecimiento  
monetario excesivo aumentando el encaje bancario, y en ocasiones lle-  
gando a instituir un encaje marginal de 100%. El banco central también  
compensaba la emisión para compra de reservas internacionales con  
operaciones de mercado abierto (OMA) con títulos propios.

En otras épocas la emisión se hacía para financiar el déficit fiscal. Este  
creció en períodos de bajos precios de las exportaciones tradicionales  
por las caídas en los impuestos de importación y por disminuciones en  
los otros impuestos al reducirse el crecimiento del PIB, y se financiaba  
en parte con emisión. Como en esas coyunturas caían las reservas inter-  
nacionales, se pensaba que existía margen de emisión para financiar el  
déficit fiscal. El exceso de liquidez en esos momentos aceleraba la de-  
manda de dólares, y esto amenazaba una crisis cambiaria, lo cual lleva-  
ba a la Junta Monetaria a moderar la emisión.

El mecanismo de mantener el crecimiento de los medios de pago den-  
tro de cierto rango evitó que la inflación se disparara. Antes de 1991,  
entonces, la política monetaria tenía como objetivo una inflación que  
no superara el 30,0% anual, nivel que, se consideraba, podría iniciar un  
espiral inflacionario, y el instrumento utilizado era el control de los  
medios de pago.

Esta política fue efectiva para lograr contener la inflación dentro del rango ya mencionado. Tuvo eso sí, efectos colaterales dañinos. Inflaciones entre 22,0% y 30,0%, y cierta volatilidad en los niveles de inflación anual limitaron el desarrollo del mercado de capitales. Los créditos subsidiados de largo plazo del banco central, unidos a altas inflaciones, desestimularon la captación de ahorro de largo plazo y la profundización del mercado de capitales. Los altos encajes bancarios también desestimularon la intermediación financiera y estos más las inversiones forzosas, evitaron que las tasas de interés sirvieran para la asignación eficiente de recursos.

Pero el control de los medios de pago mantuvo la inflación dentro de los rangos aceptados por la sociedad en esa época. Es bien sabido que en el largo plazo la inflación depende del crecimiento de la moneda. Antes de las reformas de los años 90 que llevaron a la profundización financiera, el agregado que constituía moneda era los medios de pago, y éste constituía el agregado sobre el cual actuaba la Junta Monetaria.

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

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

Aún después de la flotación de la tasa de cambio en 1999, la Junta ha seguido muy de cerca los agregados monetarios, y el equipo técnico del Banco y la mayoría de los miembros de la Junta dedican mucho tiempo y recursos al análisis de la demanda de dinero para determinar la postura de la política monetaria. Se considera que la línea de referencia de la base monetaria es un indicador importante de la inflación a dos años vista. Diferentes factores cambian la demanda por base monetaria, como por ejemplo, la introducción del impuesto sobre transacciones financieras. El trabajo técnico del Banco consiste en ajustar la línea de referencia de crecimiento de la base monetaria para reflejar esos choques. Por eso, en algunas ocasiones se cambia la trayectoria de la línea de referencia durante el año. En su documento de febrero de 2002, el doc-



tor Clavijo sugiere que la actual política de la Junta no toma muy en cuenta los agregados monetarios por la inestabilidad de la demanda de dinero, pero es importante entender que la posición descrita por Clavijo no es compartida por la mayoría de los integrantes de la Junta.

La mayoría de los miembros de la Junta del Banco y del equipo técnico de la institución, han considerado que la desinflación gradual de la economía desde 1991 ocurrió porque la Junta redujo paulatinamente el crecimiento de la base monetaria. Por este motivo, pocos en el Banco comparten la idea de quienes consideran que la política monetaria entre 1992 y 1997 fue poco efectiva dando como evidencia la comparación entre la inflación promedio de 1982-1989 (22,6%) y la inflación promedio en 1990-1997 (24,0%) (Cuadro 1). Estos promedios esconden el hecho de que entre 1982 y agosto de 1991, fecha en que inició labores la Junta independiente, la inflación aumentó de 21,8% a 31,2%, mientras que en la época el Banco independiente, la inflación se redujo más o menos constantemente de 32,0% en julio de 1991 a 5,8% en marzo de 2002 (Gráfico 1).

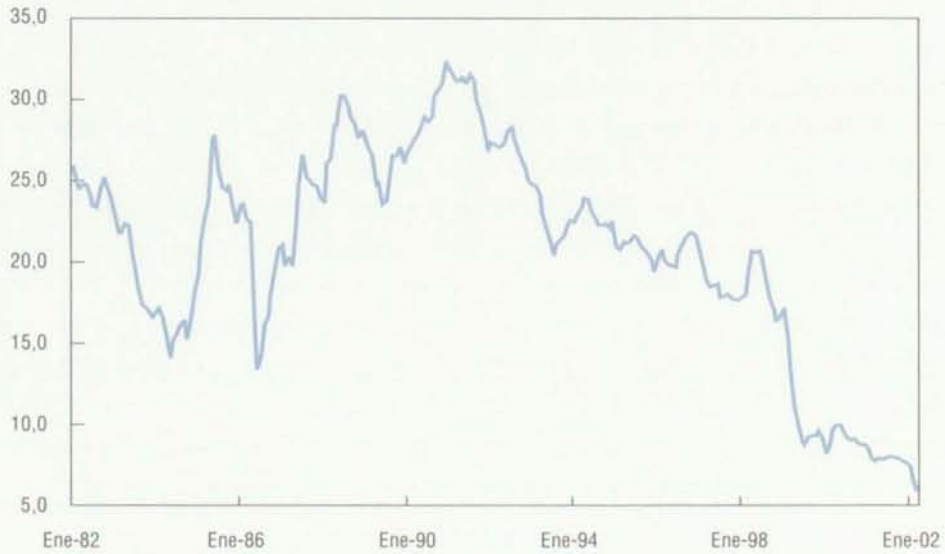
Como ya expliqué, las circunstancias determinan qué políticas económicas son efectivas. A principios de la década de los noventa las tasas de interés interbancarias eran muy volátiles y no parecían afectar la DTF y menos las otras tasas de interés de la economía (Gráfico 2). Sólo hacia 1992 se produjo un estudio que sugería que estadísticamente la interbancaria sí afectaba la DTF (Steiner, 1992). En esas circunstancias no tenía lógica pensar en utilizar la tasa interbancaria como instrumento de la política monetaria, aunque este fuera el sistema utilizado por el

Cuadro 1  
Inflación promedio, 1982-1997  
(Porcentajes)

1982	24,6	1990	29,1
1983	19,7	1991	30,4
1984	16,2	1992	27,0
1985	24,0	1993	22,4
1986	18,9	1994	22,8
1987	23,3	1995	20,9
1988	28,1	1996	20,8
1989	25,9	1997	18,5
<b>Promedio</b>	<b>22,6</b>	<b>Promedio</b>	<b>24,0</b>

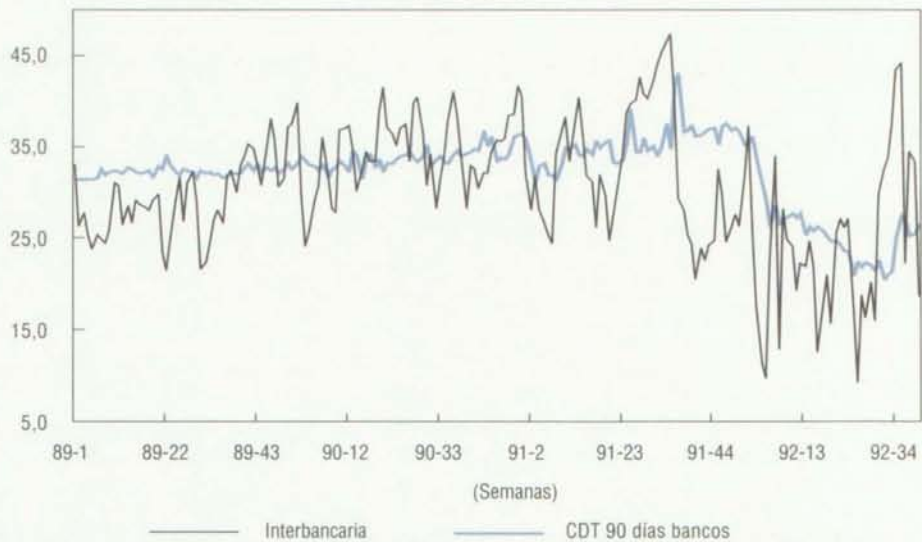
Fuente: Banco de la República y DANE.

Gráfico 1  
**Índice de precios al consumidor de Colombia**  
**Enero de 1982-Marzo de 2002**  
 (Variaciones porcentuales anuales)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

Gráfico 2  
**Tasa de interés de los CDT e interbancaria**  
**Enero de 1989-Septiembre 1992**  
 (Porcentajes)

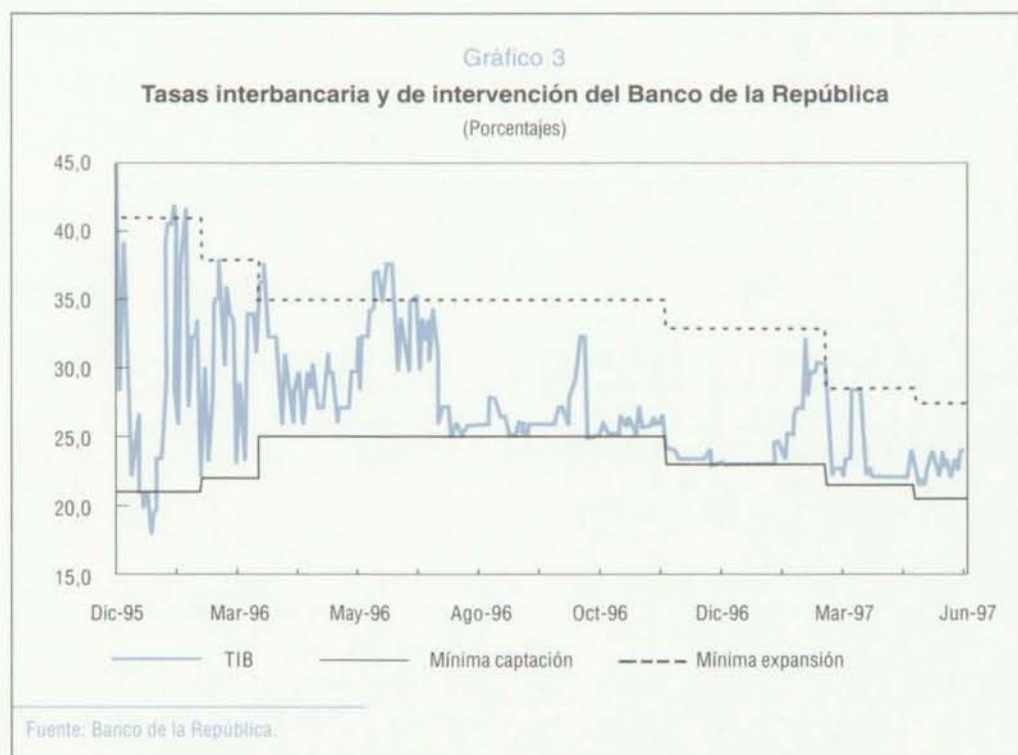


Fuente: Banco de la República.

Federal Reserve, después de la reducción de la inflación en los Estados Unidos lograda por Paul Volker manejando los agregados monetarios durante los años ochenta.

La Junta del Banco era consciente de la imperfección del mecanismo de transmisión de sus tasas de intervención al resto de tasas en la primera parte de la década. En el Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República de julio de 1996, se dice que aunque el Banco ha bajado la tasa de intervención, la tasa de interés del mercado no ha disminuido<sup>1</sup>.

A partir de 1996 la Junta estableció mecanismos para estabilizar la tasa interbancaria. Aunque algunos técnicos del Banco insistían en que no tenía importancia la volatilidad en esta tasa, la Junta insistió en crear mayor estabilidad en la tasa creando ventanillas de compra y venta automática que le ponían límites a las fluctuaciones de tasa interbancaria. El Gráfico 3 tomado del Informe al Congreso de 1997 muestra el resultado de esta política<sup>2</sup>. El Banco también promovió la profundización de ese mercado, lo cual volvió la tasa interbancaria más representativa.



<sup>1</sup> Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, julio de 1996, p. 17.

<sup>2</sup> Gráfico 17 del Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República.

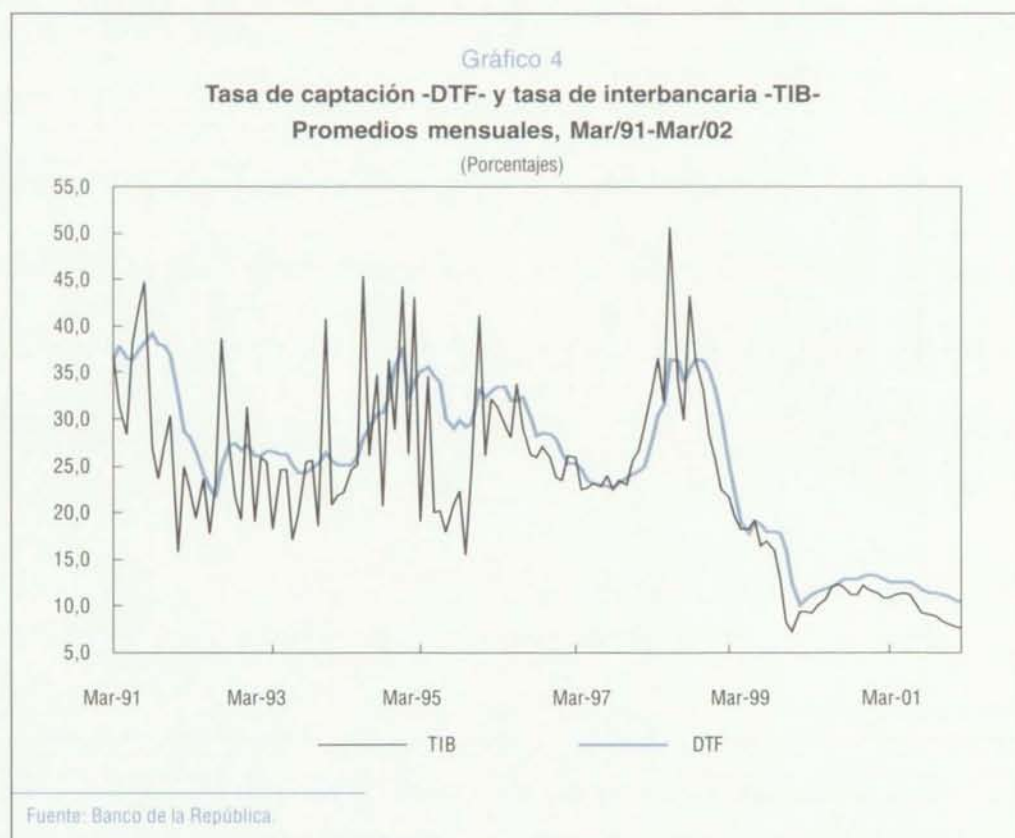


Sólo una vez creado ese mercado podía la política de tasas de interés del Banco transmitirse a las otras tasas de interés, y afectar así el flujo de fondos de deudores y acreedores, y de este modo tener algún efecto sobre la demanda agregada (Gráfico 4).

### III. POLÍTICA CAMBIARIA

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

A partir de 1967 se instituyó la tasa de cambio con devaluación gradual. Este régimen tuvo la ventaja de evitar los brotes especulativos contra el peso cuando la tasa de cambio se volvía claramente no competitiva, o

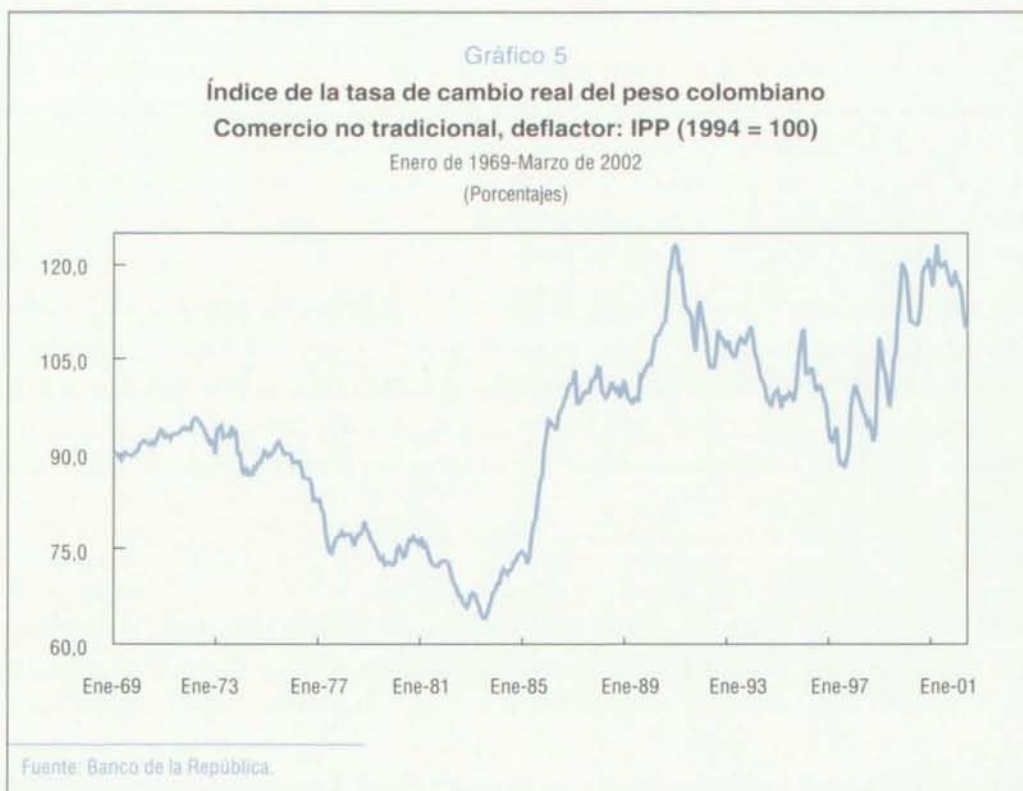




por lo menos hacía políticamente viable devaluar cuando crecía aceleradamente la demanda de divisas. La devaluación en este esquema no era un acto administrativo criticable, y políticamente vulnerable, sino que se hacía gradualmente al acelerar la devaluación diaria. El régimen tuvo la virtud de evitar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

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

La otra desventaja del sistema estuvo en que dificultaba mucho el manejo monetario. Cuando había alguna bonanza de comercio exterior o crédito externo, el Banco de la República tenía que emitir masivamente para comprar reservas internacionales, y no le era fácil compensar di-



cha emisión con encajes u operaciones de mercado abierto. El régimen resultaba, entonces, procíclico, pues cuando mejoraba el ingreso nacional por un choque positivo en los términos de intercambio, el banco central aumentaba de manera coincidente la oferta monetaria. Cuando se reversaban los flujos de capital, el Banco tenía que endurecer la política monetaria para evitar perder reservas a la tasa de cambio vigente.

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

A finales de los años 80 la disminución en la exportación del café y la naturaleza nueva de los choques a la balanza de pagos hizo cada vez más costoso el régimen de devaluación gradual hecho posible por el control de cambios del Decreto Ley 444. Lo anterior llevó gradualmente a la flexibilidad del régimen cambiario en los años noventa.

Durante los años 80 se profundiza la globalización, y la tecnología de las comunicaciones y la regulación en los países desarrollados promueven los movimientos de capital. La crisis de la deuda de América Latina de los años 80 fue el resultado de flujos de capital a finales de los años 70 no vistos desde los años 20, fenómeno que acabó por generar crisis cambiarias y de deuda en la mayoría de los países de la región. El efecto de este fenómeno en Colombia no fue tan desastroso porque el Estado en lugar de endeudarse, hizo pagos netos de deuda durante el gobierno de Alfonso López Michelsen. El manejo del crédito público fue clave en esta época, pues los petrodólares no se reciclaron hacia el sector privado de los países emergentes sino que fueron de preferencia a los deudores soberanos.

La mala experiencia de los años 80 con los deudores soberanos generó un cambio en el comportamiento de los inversionistas que deseaban reciclar en los años 90 ahorro hacia los países emergentes que podían ofrecer buenas tasas de rentabilidad. El sistema financiero internacional resolvió que era más atractivo invertir en el sector privado. Primero, hubo flujos de capital para financiar privatizaciones, después, crédito

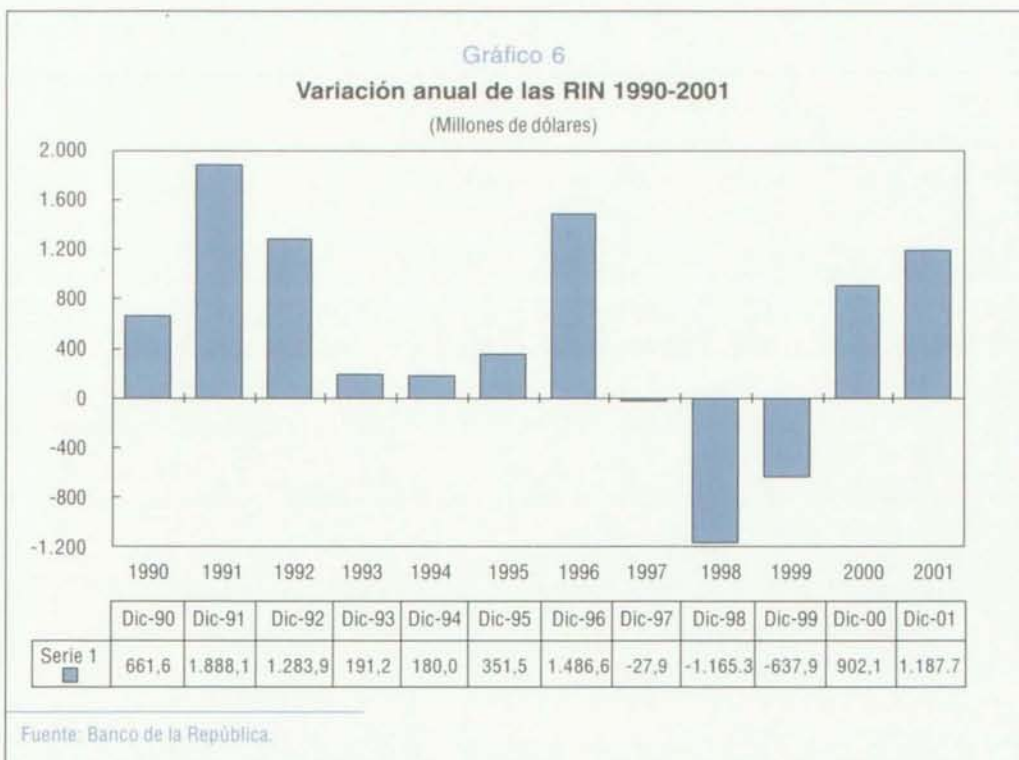


para empresas privadas y, finalmente, inversiones de portafolio en papeles públicos y privados.

La recesión en los Estados Unidos a comienzos de los años 90 disminuyó las alternativas de inversión en Norteamérica y el Federal Reserve bajó dramáticamente las tasas de interés. El capital norteamericano buscó, entonces, oportunidades de inversión en Suramérica (Calvo et al., 1993).

En el caso colombiano, el atractivo para la inversión externa era sustancial, pues los hallazgos petroleros garantizaban estabilidad cambiaria hacia el futuro y una economía dinámica. Los primeros flujos de capital probablemente fueron repatriación de capitales en 1991. Las reservas internacionales aumentaron ese año en US\$1.876 millones por un crecimiento inusitado de las exportaciones (en parte sobrefacturación) (Steiner, Escobar, 1995). Ya en 1993 los flujos se registran claramente en la cuenta de capital, y la esterilización de la compra de reservas se vuelve inmanejable. El Gráfico 6 muestra los aumentos anuales en reservas internacionales entre 1990 y 2001.

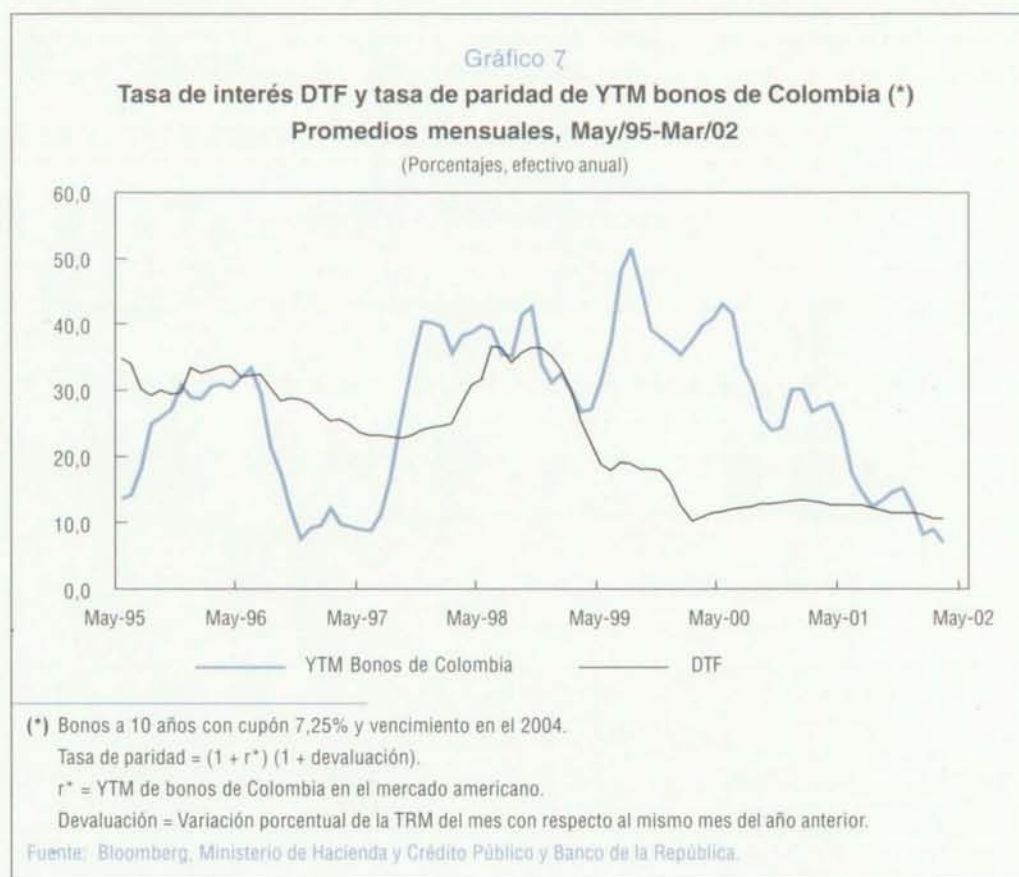
A principios de 1991, el Banco de la República había tratado de compensar la emisión por compra de reservas con operaciones de mercado abierto. Para vender la cantidad de títulos de participación suficiente



para mantener bajo control los medios de pago, las subastas se cortaban a crecientes tasas de interés. Esto atraía aún más capitales del exterior (Gráfico 7).

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

Como se muestra en Fernández y Urrutia (2000) esta primera flexibilidad fue violentamente criticada. Durante los años 70 y 80 los exportadores se habían convertido en un grupo de presión muy poderoso, y criticaban cualquier medida que implicara una revaluación de la tasa de cambio real. La creación de la banda cambiaria en 1994 aparentemente era una



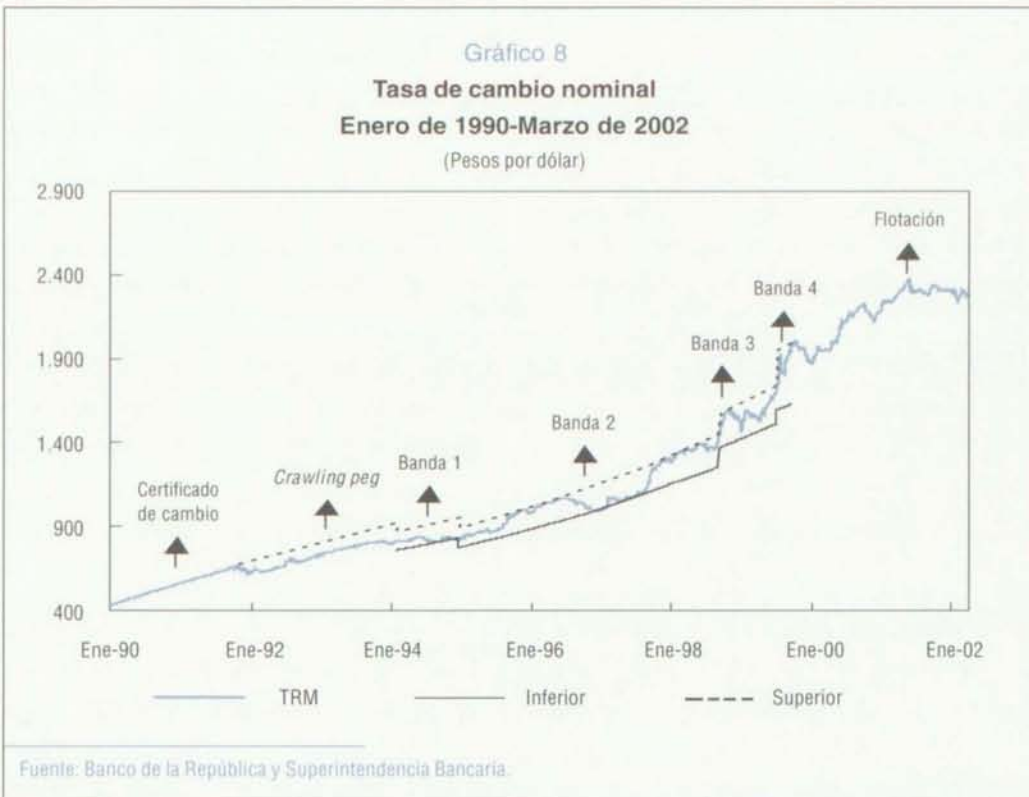


revaluación, pues el centro de la banda se estableció al nivel de la tasa descontada en el mercado del certificado (Gráfico 8).

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

En 1992-1993 creció mucho la base monetaria, pero también lo hizo la demanda de dinero, pues los colombianos trasladaron una parte importante de su portafolio en dólares a pesos. El alto crecimiento en los agregados monetarios no era inflacionario en la medida en que se diera esta mayor demanda de dinero. El crecimiento en la base llevó la tasa de interés a niveles reales muy bajos, pero en ese momento ello era parte de la estrategia para reducir los ingresos de capital.

Dadas las previsiones sobre flujos de capital y futuras exportaciones de petróleo, nadie planteaba la eliminación de la banda cambiaria, pues esto implicaría una fuerte revaluación. La banda garantizaba limitar la



revaluación. El régimen funcionó bastante bien, ya que evitó una corrida contra el peso durante la crisis política en el gobierno de Samper, y una fuerte revaluación en la época de las privatizaciones en 1996. También evitó una burbuja especulativa contra el peso a raíz de la incertidumbre política durante las elecciones de 1998.

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

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

Un comentario adicional: el manejo monetario fue particularmente difícil en los años 90 porque el Estado financió un creciente déficit fiscal y gasto público con endeudamiento externo y privatizaciones financiadas en divisas. Los flujos de capital así generados se sumaron a los destinados al sector privado, generándose de este modo fuertes tendencias revaluacionistas que el Banco de la República sólo pudo mitigar parcialmente.

#### *IV. LA RECESIÓN DE 1999*

Se ha discutido mucho la profundidad de la recesión de 1999, y sus causas. La explicación más simple es que en el primer trimestre de 1998 existía un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de 8,0%



del PIB, y que a raíz de las crisis asiática y rusa el mercado internacional dejó de financiar ese déficit. En el segundo trimestre de 1999 la cuenta corriente estaba en equilibrio. Esto quiere decir que en el corto plazo de 15 meses el gasto en la economía tuvo que caer 8,0% del PIB. Una reducción de esa magnitud en la demanda agregada tenía que generar una recesión profunda (Gráfico 9).

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

Parte de la virulencia de la recesión de 1999 se debió a que la totalidad del ajuste tuvo que hacerlo el sector privado. Mientras éste reducía dramáticamente su nivel de gasto, el sector público aumentó sus gastos en términos reales (Gráfico 11).

El papel de la política monetaria en el proceso recesivo es interesante. En diciembre de 1997 la Junta estableció la meta de crecimiento de la

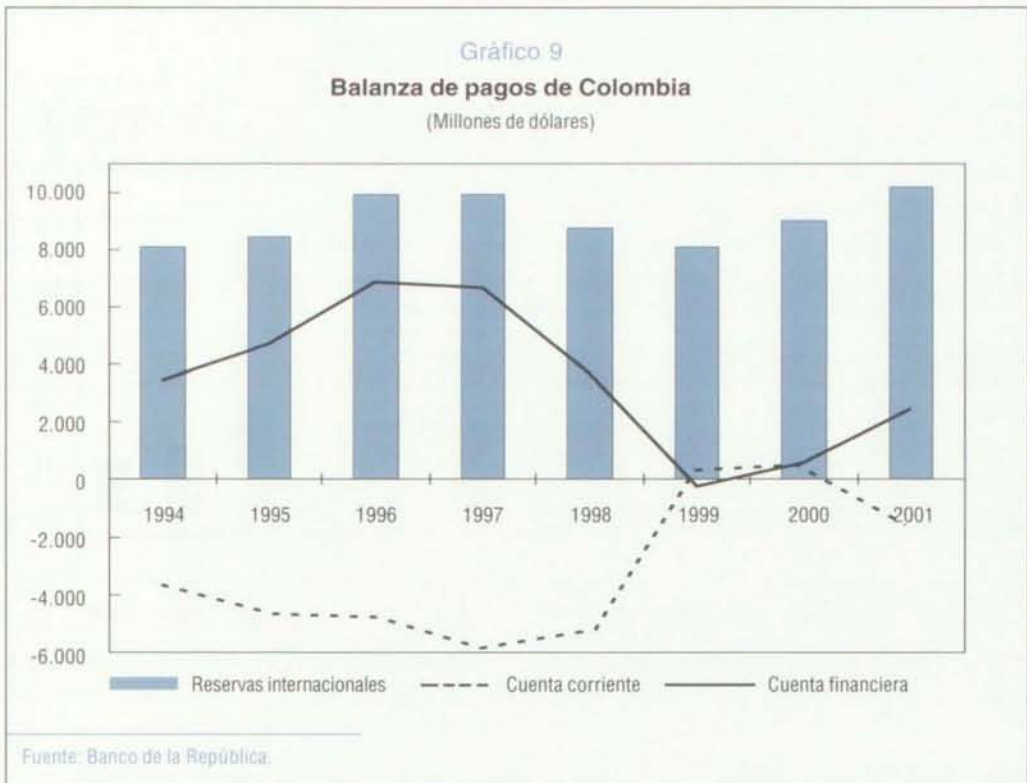
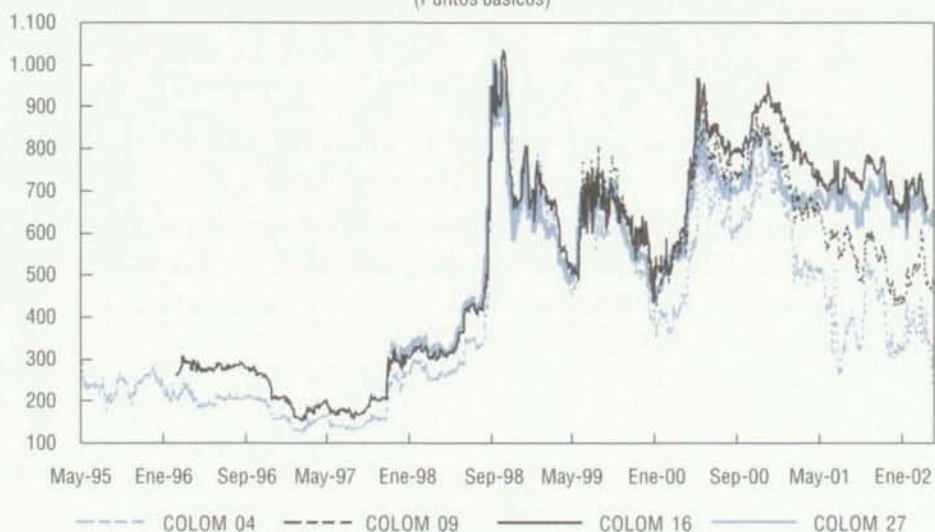


Gráfico 10

**Spreads de los bonos República de Colombia sobre los bonos del tesoro**  
**Promedios mensuales, May/95-Mar/02**

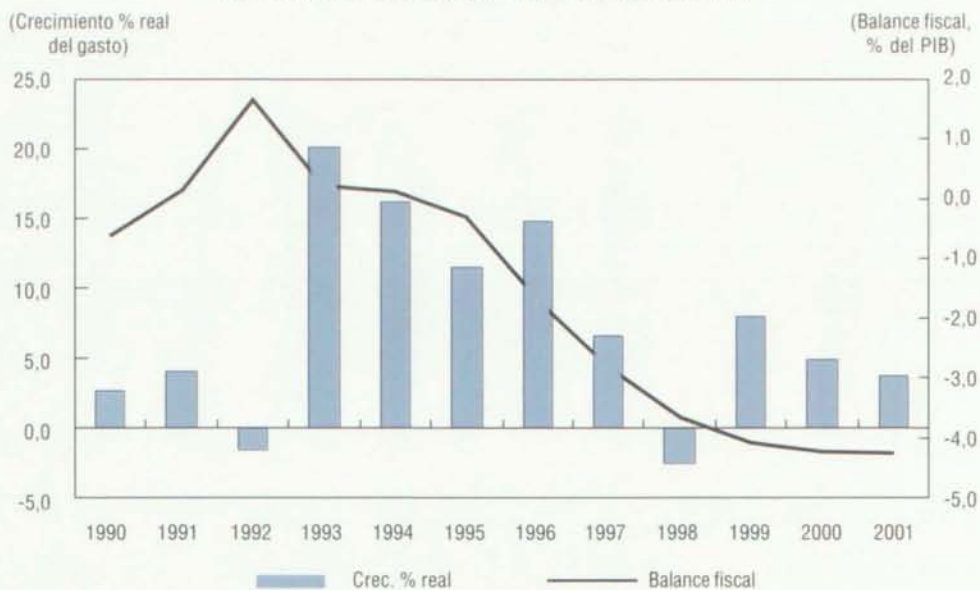
(Puntos básicos)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, DGCP.

Gráfico 11

**Sector público no financiero (SPNF)**  
**Crecimiento real del gasto y balance fiscal (\*)**



(\*) Corresponde a operaciones efectivas de caja del sector público no financiero neto de transferencias.

Fuente: Departamento Nacional de Planeación (DNP) y Consejo Superior de Política Fiscal (Confis).



base monetaria en 16,0% para 1998, pero dada la venta de reservas, la base ajustada terminó creciendo 8,1%. En diciembre de 1998 se estableció el corredor monetario de 1999 con un crecimiento de 28,4%, y la base ajustada creció 24,83%. El PIB nominal acabó creciendo 15,4% en 1998, y a 7,9% en 1999, muy por debajo del crecimiento de la oferta monetaria. Esto sugiere una política monetaria restrictiva en 1998 y expansiva después de ese año (Cuadro 2).

Una de las características de la recesión de 1999 fue lo inesperada que resultó su intensidad. En 1998 el gobierno esperaba un crecimiento de la economía el año siguiente de 2,0%, y los analistas externos y locales en febrero consideraban que la inflación superaría la meta de 15,0% de la Junta.

Para 1999 la meta de crecimiento del PIB acordada en el Conpes fue de 2,0%<sup>3</sup>. El PIB cayó 4,1% en 1999 porque el ajuste de gasto del sector privado fue mucho más abrupto de lo que la mayoría de los observadores había considerado probable. La razón estuvo en que el mercado internacional no refinanció los préstamos privados que se vencían y el temor a la devaluación llevó a las empresas a acelerar sus pagos al exterior. Adicionalmente, el gasto público no hizo una contribución al ajuste y hubo un deterioro en los términos de intercambio que repercutió negativamente sobre el ingreso nacional y la demanda agregada.

El otro factor que generó la recesión de 1999 fue la crisis financiera producida por el final de la burbuja especulativa de finca raíz (Urrutia, 1999). La caída en los precios de la finca raíz a partir de 1995 llevó a un deterioro en

**Cuadro 2**  
**Crecimiento monetario y del PIB nominal**  
(Porcentajes)

Base ajustada		PIB nominal	
1997	26,2	1997	20,9
1998	8,1	1998	15,4
1999	24,8	1999	7,9
2000	16,8	2000	14,6
2001	13,8	2001	10,4

Fuente: Banco de la República y DANE.

<sup>3</sup> Departamento Nacional de Planeación (DNP), Balance macroeconómico y perspectivas para 1999, Dic. 18, 1998 (Documento 3.020, 1998).

la cartera del sistema financiero, con el resultado que los intermediarios financieros percibieron un incremento en el riesgo de los préstamos y restringieron su cartera (Gráfico 12). Adicionalmente, salió a flote la inviabilidad de la banca oficial, fenómeno que también redujo el crédito bruto del sistema. Esta reducción en crédito también disminuyó la demanda agregada en la economía. Los fallos de la Corte Constitucional sobre la UPAC y las deudas hipotecarias también aumentaron la percepción de riesgo de crédito, al igual que las reglamentaciones de la Superintendencia Bancaria sobre tasa de usura, y contribuyeron a la caída en el crédito (Gráfico 13).

## V. EL ESQUEMA DE INFLACIÓN OBJETIVO

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

Dentro de la política de desinflación gradual el reto que le planteó la Junta al Departamento de Investigaciones Económicas desde 1992 fue desarrollar modelos para la predicción de la inflación. Al principio los

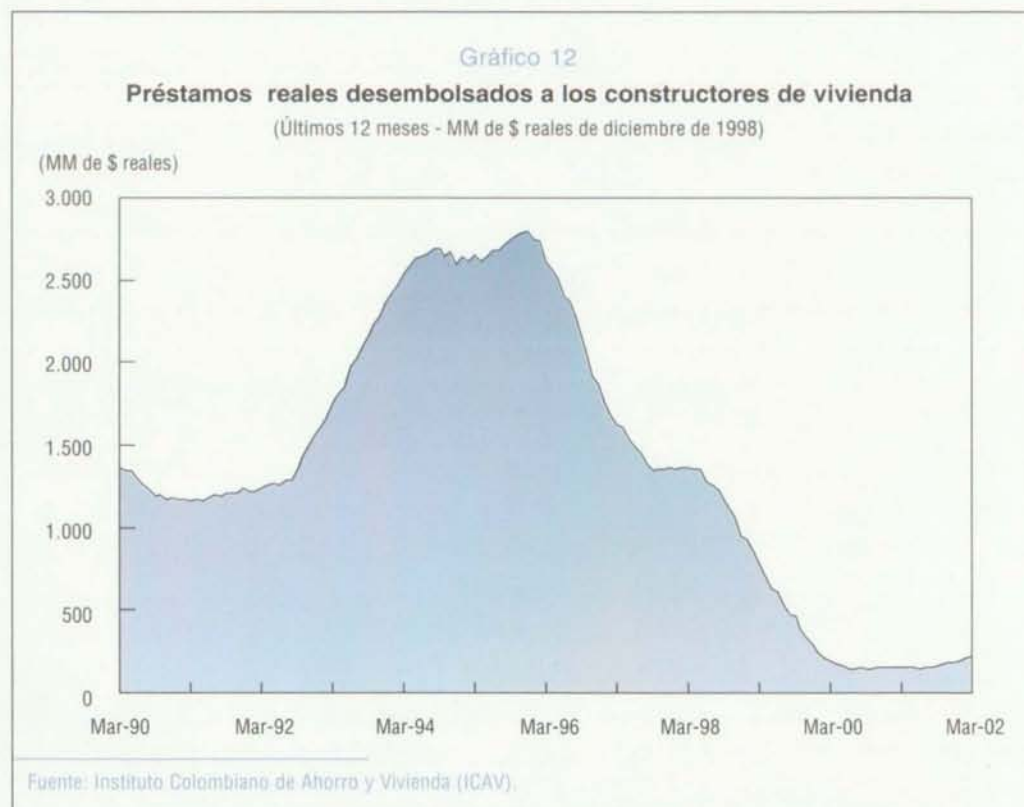
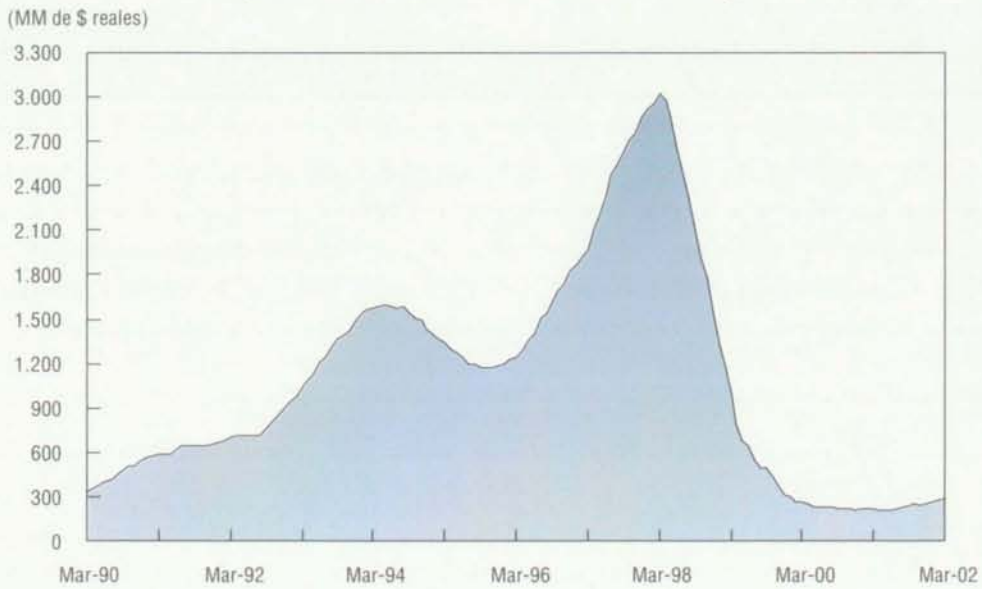




Gráfico 13

**Préstamos reales desembolsados a los compradores de vivienda**

(Últimos 12 meses - MM de \$ reales de diciembre de 1998)



Fuente: ICAV.

modelos que mejor predecían eran los de series de tiempo, y en particular de tipo Arima, pero la desventaja de estos modelos es que no tienen variables de política y son autorregresivos. Los modelos monetarios no predecían bien, y todos tenían un componente importante de inercia inflacionaria. Para las decisiones de política no era muy útil concluir que la inflación del pasado determinaba la inflación futura.

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

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

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

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

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

La aplicación del modelo de meta de inflación con la metodología de predicciones de la inflación como elemento de juicio para las decisiones de política monetaria, se puso en vigencia en 1995. El Informe sobre Inflación se produjo internamente durante varios trimestres, y en 1998 se comenzó a publicar. En el Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República de julio de 1996, se anuncia cómo el Banco estaba trabajando para hacer operativo el esquema de meta final de inflación<sup>4</sup>.

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

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

La prueba de fuego del nuevo régimen cambiario vendrá cuando un creciente déficit en la cuenta corriente o de capitales presione la tasa de cambio, y sea necesario endurecer la política monetaria para evitar que una devaluación abrupta reviva la inflación. Otro evento que puede poner a prueba el esquema de meta de inflación es si los flujos de capi-

---

<sup>4</sup> Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, julio, 1996, p. 26.



tal presionan fuertemente la tasa de cambio hacia la revaluación. En esa situación, los exportadores presionarían la intervención del banco central. En ese caso se perdería la autonomía de la política monetaria.

Es importante hacer una labor didáctica para demostrar las ventajas de un régimen de flotación en un ambiente de estabilidad de precios, pues este tipo de esquema le da la posibilidad a la política monetaria de actuar de manera contracíclica.

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

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

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

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

## *VI. CONCLUSIÓN*

En un período relativamente corto de tiempo el Banco de la República rompió con una tradición de 70 años de régimen de tasa de cambio fija,

Cuadro 3  
Deuda bruta del sector público no financiero 1/

	Interna	Externa 2/	Total	Interna	Externa	Total
	(Miles de millones de pesos)			(Porcentaje del PIB)		
Dic-95	9.928,6	12.017,8	21.946,4	11,8	14,2	26,0
Dic-96	12.679,4	13.018,3	25.697,7	12,6	12,9	25,5
Dic-97	18.774,3	17.743,6	36.517,9	15,4	14,6	30,0
Dic-98	23.946,4	24.721,4	48.667,9	17,0	17,5	34,5
Dic-99	30.604,3	33.129,6	63.734,0	20,5	22,2	42,8
Dic-00	42.099,9	42.155,5	84.255,5	24,8	24,8	49,6
Dic-01	50.595,6	50.946,1	101.541,7	27,0	27,2	54,2

	Interna	Externa	Interna	Externa	Total
	(Participación)		(Tasa de crecimiento nominal anual)		
Dic-95	45,2	54,8			
Dic-96	49,3	50,7	27,7	8,3	17,1
Dic-97	51,4	48,6	48,1	36,3	42,1
Dic-98	49,2	50,8	27,5	39,3	33,3
Dic-99	48,0	52,0	27,8	34,0	31,0
Dic-00	50,0	50,0	37,6	27,2	32,2
Dic-01	49,8	50,2	20,2	20,9	20,5

1/ Deuda bruta; incluye las obligaciones entre entidades del sector público no financiero.  
2/ Incluye operaciones de *leasing* y titularización.  
Fuente: Banco de la República, SGEE.

con el fin de crearle mayor autonomía a la política monetaria y hacer posible el logro de tasas de inflación más parecidas a las internacionales. La menor inflación ha hecho posible el incipiente desarrollo de un mercado de capitales que será fundamental para el desarrollo futuro de la economía, siempre y cuando se mantenga lo logrado en materia de inflación.

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

*Miguel Urrutia Montoya\**  
*Gerente General*

\* Las opiniones aquí expresadas no comprometen a la Junta Directiva y son de la responsabilidad del Gerente General.



## REFERENCIAS

- Banco de la República (1996). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, julio.
- Banco de la República (1997). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, julio.
- Calvo, Guillermo, L., Leiderman, y C. Reinhart, 1993. "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The role of External Factors". *International Monetary Fund Staff Paper*, (40) marzo, 105-51.
- Clavijo, S. (2002). "Política monetaria y cambiaria en Colombia: progresos y desafíos (1991-2002)", Banco de la República, *Borradores de Economía*, No. 201.
- Fernández, C., y Urrutia, M. (2000). "La opinión pública y la política cambiaria", *Coyuntura Económica*.
- Gómez, J., Uribe, J. D., y Vargas H. (2002). "The implementation of inflation targeting in Colombia", Banco de la República, *Borradores de Economía*, No. 202.
- Gómez Restrepo, Carolina (1996). "Movilidad de capital en la economía colombiana: período 1970-94". *Ensayos de Economía*, No. 11, Vol. 7, Dic. 1996 (Medellín; Universidad Nacional).
- Gómez, J. y Julio, J. M. (2001). "Transmission Mechanisms and Inflation Targeting: the case of Colombia's disinflation". Banco de la República, *Borradores de Economía*, No. 168.
- López, E. y Misas, M. (1998). "Un examen empírico de la curva de Phillips en Colombia", Banco de la República, *Borradores de Economía*, No.117.
- Misas, M., Posada, C. E., Vásquez, D. M. (2001). "¿Está determinado el nivel de precios por las expectativas de dinero y producto en Colombia?", Banco de la República, *Borradores de Economía*, No. 191.
- Misas, M., López E., y Melo L. F. (1999). "La inflación desde una perspectiva monetaria: un modelo P\* para Colombia", Banco de la República, *Borradores de Economía*, No. 133, octubre.
- Steiner, R., y Saavedra, L. A. (1992). "La tasa de interés interbancaria y su relación con la tasa de tres meses", Asociación Bancaria, *Banca & Finanzas*, No. 26, Oct-Dic.
- Steiner, R., y Escobar, Andrés (1995). "Acumulación de reservas internacionales: sus causas y efectos en el caso colombiano" (Cepal, Santiago de Chile).
- Urrutia, Miguel (1993). "Colombia"; J. Willianson, J. (ed.) *The political economy of Policy Reform* (Washington, Institute for International Economics).
- \_\_\_\_\_ (1998). "Historia del Banco de la República y la inflación", *Revista del Banco de la República*, No. 850, agosto.
- \_\_\_\_\_ (1999). "Antecedentes de la recesión y estrategia de reactivación", *Revista del Banco de la República* (mayo).