

---

---

# LOS EQUILIBRIOS MACROECONOMICOS Y EL BANCO CENTRAL: EL CASO COLOMBIANO

*Por: Salomón Kalmanovitz K.\**

**E**l banco central tiene su mayor impacto en la macroeconomía al determinar la oferta de dinero primario. De su cruce con la demanda por base monetaria se deriva cierta tasa de interés a la vista que se transmite con rezagos a los mercados monetarios de mayor plazo y conduce a la economía por una senda de expansión o contracción, en tanto la oferta de crédito apuntala la demanda por bienes durables, vivienda y financia nuevas inversiones o su disminución las aletarga<sup>1</sup>. Con todo, la tasa de interés tiene sus propios determinantes, entre otros, la oferta de ahorro financiero y el nivel de riesgo que experimentan los agentes frente a las instituciones financieras o frente a la moneda del país. Este precio del dinero es entonces susceptible a las expectativas que tengan los agentes sobre el futuro y sobre la economía. Por lo tanto, la autoridad monetaria puede estar lejos de controlar todas las variables que inciden en la determinación de las tasas de interés. La tasa de interés debe ser compatible con otros equilibrios macroeconómicos: si es muy baja, por ejemplo, puede conducir

a un exceso de actividad y a profundizar el desequilibrio externo del país por la vía del aumento de importaciones y una salida de capital o si es muy alta puede atraer capital externo y propiciar una revaluación de la moneda.

En países en desarrollo es frecuente encontrar que los políticos se impacientan con el ritmo de expansión que lleva la economía o por la renuencia del sector privado a pagar impuestos y tienden a presionar por una mayor oferta monetaria que financie mayores niveles de crédito y de gasto público. Cuando estas presiones son exitosas, la inflación se incrementa e introduce cambios frecuentes de precios relativos, genera neblina en el sistema de información y, por lo tanto, induce la toma de decisiones equivocadas por los agentes económicos, tiende a revaluar la tasa de cambio, descrema los ingresos fijos y produce algunos ganadores (bancos y gobierno) sin que participen en actividades productivas. El resultado frecuente es poco crecimiento económico y niveles

---

crecientes de inflación. Para evitar estas presiones, al banco colombiano le fue otorgada una buena dosis de independencia política en la nueva constitución de 1991.

Otras tareas que se le encargan al Emisor de un país en desarrollo son las que tienen que ver con el equilibrio de sus cuentas externas<sup>2</sup>. Dada la inestabilidad de los flujos de capital y los frecuentes cambios en los términos de comercio, el banco central acumula unas reservas internacionales que sirven de colchón protector a los cambios bruscos de ingresos externos. Estas reservas en divisas tienden a ser pagadas con emisión monetaria, o sea, son expansionistas cuando se adquieren y contribuirán a la contracción o destrucción de medios de pago cuando se pierden. Frente a los problemas creados por la inflación, el banco central en el caso colombiano ha introducido mecanismos de fijación de la tasa de cambio, que son intermedios entre los regímenes de tasa fija y variable, y que pueden producir variaciones endógenas de la oferta monetaria en coyunturas de entradas o salidas de capital.

Otro de los equilibrios macroeconómicos básicos es el de las cuentas fiscales que no son de la incumbencia directa del Emisor, pero que gravitan de varias maneras sobre los otros equilibrios delineados atrás. Si la actividad del sector privado se está intensificando y el gobierno aumenta su gasto simultáneamente, es claro que algunos precios (generalmente los de bienes no transables) objeto del gasto subirán más que los otros, lo que tendrá dos efectos concordantes: se revalorará la tasa de cambio que se puede definir como un índice de precios de bienes

transables sobre los precios de los bienes no transables y, si el impacto es suficientemente fuerte, se elevará también la inflación. Así como en una teoría keynesiana una baja en la actividad económica debe acompañarse de una política monetaria laxa y de un aumento del gasto público, una intensificación de la actividad privada debe estar acompañada de una política monetaria más apretada y de una contracción del gasto público<sup>3</sup>.

En lo que sigue trataré de delinear a grandes rasgos lo que ha sido durante la década de los noventa la actuación de la autoridad monetaria colombiana en todos los frentes que le corresponde. Haré primero una evaluación de la fase expansionista que tuvo la economía colombiana hasta 1995, seguiré con la política fiscal y el impacto macroeconómico de las privatizaciones y terminaré dando cuenta de la fase de políticas monetarias contraccionistas, de los ataques cambiarios que sufrió la economía y del menor crecimiento económico.

## *I. LA FASE EXPANSIONISTA*

En 1990 se inició una fase de reformas liberales en el país que cambió algunas de las reglas de juego que existían previamente. Se redujeron los aranceles a las importaciones, se aumentaron los impuestos al valor agregado para compensar esa reducción, se definió un aumento sustancial del gasto público en beneficio de las regiones, se le otorgó independencia al banco central y se restringió financiar al gobierno, sujeta a la decisión unánime de todos los miembros de su junta directiva, y financiar directamente a los particulares.



---

Una economía acostumbrada a una alta protección y a emisiones monetarias cuantiosas para financiar déficit fiscales y una tasa de cambio tipo fijo-deslizante fue sacudida por una apertura comercial considerable (el arancel recaudado quedó en un 7,2% del valor de las importaciones frente al 20% en los años ochenta) y a que el banco central se guiara por un programa monetario menos expansionista que el del pasado. En 1990 las viejas reglas de juego habían causado una inflación de 32,5% y un crecimiento económico moderado, tras una cuasi-crisis cambiaria en 1984-1985 que fue precipitada por un déficit fiscal del sector público no financiero cercano al 8% del producto. En 1985 y 1986 hubo fuertes emisiones monetarias a favor del gobierno que contribuyeron a levantar la inflación alcanzada en 1985 del 16% al 22% y 24% en los años siguientes. En 1989 y 1990 se dieron fuertes expansiones monetarias y además se devaluó en exceso la tasa de cambio, en previsión a la apertura comercial que vendría más tarde.

El sólo anuncio de la baja progresiva de aranceles en 1990 detuvo las importaciones lo que condujo a un superávit de la cuenta corriente de 5% del PIB en 1991. En un clima de renovación y mucho optimismo, hubo una entrada masiva de capital que el banco central enfrentó con la decisión de esterilizar, intentando congelar parte de la monetización de las divisas con operaciones de mercado abierto, muy costosas por cierto. Se podría decir que mucho del capital que salió en la cuasi-crisis de los años ochenta, volvió aumentado en los noventa incentivado por beneficios tributarios; entró además capital habido en actividades ilegales,

dándose adicionalmente un masivo endeudamiento privado externo que había estado muy restringido antes de la apertura. Ante la alternativa de utilizar la tasa de cambio como ancla nominal y permitir la revaluación nominal del peso que generaba la afluencia de divisas, la nueva autoridad decidió inaugurar un sistema de banda cambiaria<sup>4</sup> que lo obligaría a intervenir el mercado sólo en los extremos de la banda, pero que lo eximiría de hacerlo mientras la tasa de cambio oscilara en su interior. Una propuesta del consultor Carlos Rodríguez, en el sentido de no esterilizar la entrada de capital permitiendo una revaluación nominal del peso, no fue acogida por la administración, por el temor a que los precios domésticos respondieran muy lentamente al choque de precios externos y la revaluación real se tornara abismal. Es claro que una medida de este tipo hubiera implicado una expansión monetaria y crediticia mucho menor a la que se dio efectivamente.

La alternativa extrema era un sistema de cámara de conversión, como el utilizado por Argentina, que cortó en seco una hiperinflación al costo de una revaluación de su moneda que después sería compensada parcialmente por un crecimiento en la productividad de todos los factores y una reducción de los salarios. El crecimiento de la productividad se basó en una radical disminución del tamaño del Estado y del sobreempleo que lo caracterizaba, más una flexibilización de su mercado laboral. El apego institucional colombiano al gradualismo y el hecho de que la inflación moderada que había tenido el país desde 1970 no causaba grandes sobresaltos ni era particularmente impopular, in-

---

dujo a la autoridad a no saltar hacia un régimen totalmente nuevo que en pocos años debería entregar una economía con inflación similar a la internacional. Si lo que se tenía funcionaba mal que bien, ¿por qué cambiarlo radicalmente? Se decidió entonces tan sólo mejorarlo.

Con todo, el cambio de la regla de juego era sustancial. Anteriormente, el banco central hacía un control de cambios y monopolizaba las ventas y compras de divisas, la tasa de cambio se deslizaba por una pendiente similar a la inflación y debía intervenir diariamente en el mercado puesto que era su actor principal. Tenía discreción para determinar el ritmo de devaluación pero no para dejar de comprar divisas. Durante varias fases de expansión monetaria el Banco permitió fuertes revaluaciones del peso, pero dado el carácter encubierto de sus operaciones, los agentes guardaban la ilusión de que siempre se estaba devaluando, así fuera a un ritmo inferior al de la inflación. De esta manera, nunca se daban revaluaciones nominales del peso y los agentes se sentían seguros de sus riesgos, no se cubrían por lo tanto frente a ellos, aunque en términos reales sí podían y encontraron serios problemas<sup>5</sup>.

Bajo la nueva regla cambiaria, el Emisor permitía la reconstrucción de un mercado cambiario a cargo del sistema financiero, prefijaba la inclinación de la banda durante todo un año y compraba sólo en el extremo inferior de la banda y vendía sólo cuando la tasa de cambio pegaba en el extremo superior. El ancho de la banda de 14% permitía un amplio rango de variación de la tasa en su interior, mientras que su pendiente se fi-

jaba un par de puntos por debajo de las metas de inflación. El objetivo era impedir marcadas variaciones en la tasa de cambio real que podían obedecer más a los flujos de capital que a los cambios en los fundamentos macroeconómicos del país. El cambio básico fue el que los agentes se vieron enfrentados a un mayor riesgo cambiario, que era moderado porque la tasa de cambio se podía revaluar inclusive nominalmente, aunque no se le permitía revaluarse en forma radical porque para eso estaba el piso de la banda. Pero, en lo fundamental, el Banco seguía comprometido con el mantenimiento de cierto nivel de tasa de cambio lo que lo obligaba a expandir la oferta monetaria por encima de las necesidades de la economía en el caso de darse una entrada importante de capital o de un superávit en la cuenta corriente y, por lo tanto, dificultaba en esos momentos reducir el nivel histórico de la inflación.

Entre 1992 y 1994, por ejemplo, se permitieron expansiones monetarias (referidas al M1) del orden del 44% anual y del crédito del 50%. Hubo una primera fase de esterilización por medio de operaciones de mercado abierto que debía hacerse con títulos de participación a 90 días, pero los mayores intereses atrajeron todavía más capital externo haciendo nugatoria la esterilización, mientras que el costo cuasi-fiscal era muy elevado, conduciendo a la Junta a abandonar definitivamente tal política y a dejar de esterilizar, o sea, permitir la monetización de la entrada de capital<sup>6</sup>. La decisión estuvo acompañada de la consideración sobre el cambio del portafolio de los agentes colombianos que habían aumentado su proporción



---

en activos domésticos frente a los que tenían anteriormente en dólares, lo cual implicaba un aumento de la demanda por dinero local.

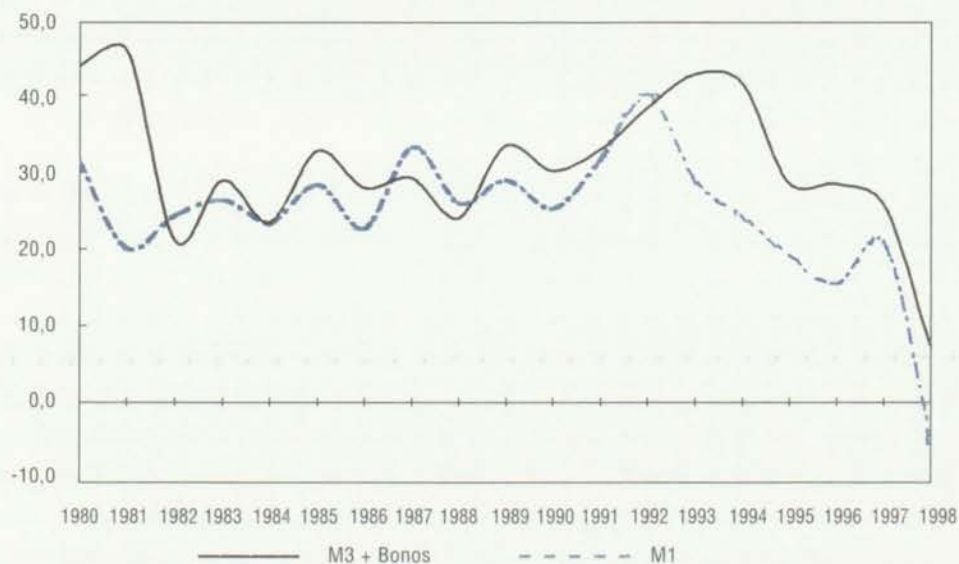
Lo que se quiere destacar es que la nueva regla cambiaria no era radicalmente distinta a la anterior, siendo más explícita y transparente, constituyendo una guía de acción para los agentes que debían cubrirse adecuadamente de unos riesgos cambiarios presentes y calculables, para lo cual se desarrolló un mercado de futuros que hoy en día es bastante profundo. En diciembre de 1994 y bajo la presión de una gran entrada de capital, la Junta Directiva con el voto negativo del Ministro de Hacienda corrió la banda 7% hacia abajo, poco antes de la crisis mexicana, dejando a los agentes en la incertidumbre porque, de hecho, se trataba de una ruptura de una expectativa de cumplimiento de la regla. Los agentes debieron involucrar en sus expectativas de aquí en adelante que la banda era vulnerable y que sería movida si vulneraba el programa monetario en ambos sentidos.

Se introdujo una nueva regla monetaria con la adopción de metas de inflación bajo la determinación de reducirla gradualmente a unos 5 años vista de iniciado el programa<sup>7</sup>. La autoridad monetaria colombiana había abrazado el monetarismo desde los años setenta, a pesar de que las emisiones a favor del crédito de fomento, la compra de reservas internacionales y del propio gobierno en coyunturas críticas había conducido a expansiones sistemáticas del 30% (Gráfico 1) y a inflaciones promedios del 25%. Toda la operación monetaria se hacía tratando de controlar el agregado monetario de M1 (la suma

del efectivo y de las cuentas corrientes). No había un compromiso de ir reduciendo la inflación mediante un menor crecimiento del agregado en cada período. La regla implícita parecía ser la de que una inflación que entrara al terreno del 30% merecía un ajuste fuerte de la autoridad monetaria para conjurarla, conduciéndola hacia el 25% nuevamente. Lo que se hacía entonces era esterilizar estas expansiones con un nivel de encajes creciente que había reprimido considerablemente el crédito al sector privado, aumentando el margen de intermediación, aunque se prefería en especial el encaje a las cuentas corrientes que de por sí se constituyó en un freno de su desarrollo. La idea original es de Milton Friedman quien en su programa monetario proponía un encaje del 100% sobre las cuentas corrientes para que los bancos prestaran de su propio capital y no se apalancaran peligrosamente sobre los depósitos de sus clientes<sup>8</sup>.

El endeudamiento externo de las empresas salvaba los altos márgenes de intermediación del sistema financiero doméstico y obtenía unas tasas que trasladadas a unos pesos que se revaluaban implicó un importante ahorro en los costos financieros. Entre 1990 y 1998 el endeudamiento externo privado fue liberado y pasó de US\$3,000 a US\$15,000 millones, financiando no sólo la renovación del capital de las empresas sino también consumo de durables y de alguna vivienda. El Gráfico 1 muestra que los agregados comenzaron verdaderamente a disminuir su crecimiento sólo a partir de 1994, en particular el de M3 + bonos que está constituido por todos los pasivos del sistema financiero y refleja en buena medida el producto interno del país<sup>9</sup>.

Gráfico 1  
**Expansión de los agregados monetarios**  
 (Variación porcentual)



Fuente: Banco de la República - Subgerencia de Estudios Económicos.

La nueva Junta Directiva del Banco introdujo metas que obviamente debía consultar con el gobierno que la presidía. La primera meta en 1991, cuando todavía no estaba constituida la nueva autoridad monetaria, fue fijada arbitrariamente por el Ministro de Hacienda que se planteó, sin ningún estudio técnico al respecto, reducir la inflación 10,5 puntos en un solo año, al 22%, la que quedó por 3 años hasta que fue cumplida en 1993, lo que equivalió a iniciar una nueva era con el pie izquierdo. Cada año se reduciría la meta y, por lo tanto, los corredores monetarios crecerían menos, albergando un crecimiento económico bastante grande, entre 4% y 5% por año, y un componente de inflación decreciente. La meta se incumplió en 1994, se acercó en 1995 y se perdió en 1996, mien-

tras que se sobre cumplió en 1997 y alcanzó a cumplirse en 1998. Los incumplimientos trajeron una pérdida de credibilidad que es indispensable para que la misma meta funcione o sea para que los agentes fijen precios y salarios acordeamente con ella.

Lo más importante que sucedió con la emisión monetaria de 1991 en adelante fue no continuar monetizando la devaluación que obtenían las reservas internacionales y que fuera utilizado por los gobiernos de Turbay y Barco para financiar enormes gastos de naturaleza pública, siendo compensados parcialmente con mayores encajes para el sector privado pero que en ambas ocasiones causaron mucha inflación, por lo menos sobre el nivel considerado por todos como aceptable.



---

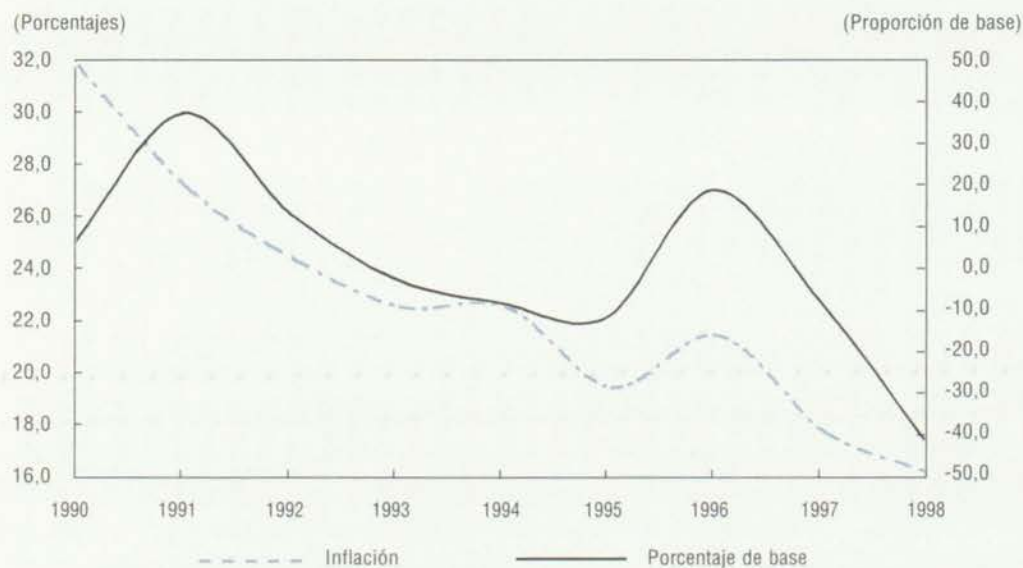
No es necesario suscribir la hipótesis monetarista que toda oferta monetaria sobrante se va a los precios, porque mientras haya recursos sin utilizar el impacto de una mayor demanda agregada debe repartirse entre incrementos del producto e inflación, en proporciones difíciles de prever. Sin embargo, lo que sí es cierto, según este punto de vista, es que un sobrante grande y sistemático de oferta monetaria se va a trasladar a la demanda y de ahí en su mayor parte a los precios. Las expectativas juegan un papel muy importante y la tradición de la inflación induce cierto comportamiento consuetudinario de los agentes en la fijación de sus precios y salarios. El hecho de que bajo condiciones de protección la oferta de bienes transables se raciona, al mismo tiempo que se mantiene un exceso de emisión monetaria, le entrega a los empresarios un poder importante para fijar y elevar los precios a sus productos. A su vez, el amplio margen de los empresarios los incita a ser poco rigurosos con sus costos y tienden a negociar menos con sus sindicatos por mantener a raya los salarios. Estas condiciones comenzaron a cambiar en Colombia cuando se abrió considerablemente la economía y la emisión a favor del gobierno se eliminó, aunque quedó la destinada a adquirir reservas internacionales.

Los gráficos 2 y 3 son bien indicativos de lo que ocurrió con la política monetaria: el Gráfico 2 muestra qué proporción de la base monetaria fue generada por la emisión para adquirir reservas internacionales (positivo) o cuánta contracción de la base se dio por la venta de divisas, al lado de la inflación, mién-

tras el Gráfico 3 muestra el exceso de base sobre el requerido para cumplir las metas de inflación, suponiendo que se cumple la ley burda de precios de Friedman: que la autoridad expanda la oferta monetaria en el equivalente al crecimiento potencial del producto más una meta de inflación.

En el Gráfico 2 es claro que la gran expansión monetaria generada por la adquisición de reservas corresponde al antiguo Banco de la República en 1991 cuando la base se expande por este concepto 36%. En 1992 continúa la expansión, pero al 20%, amortiguada por los certificados de cambio que se redimían al año de emitidos. Ya en 1993 no hubo ninguna emisión por este concepto e inclusive algunas leves contracciones hasta 1995 cuando contrae el 12% de la base, resultado de la venta de reservas por el nerviosismo provocado por el escándalo presidencial y su juicio en el Congreso, aunque estadísticamente influye la primera reducción fuerte de los encajes a las cuentas corrientes. En 1996 se da toda la expansión de casi el 20% de la base el 31 de diciembre o sea que fue un año de política monetaria bastante constrictiva y la compra de reservas internacionales ese día contribuye a que en 1997 se reduzcan las tasas de interés. Pero a partir de agosto cuando el Congreso absuelve al presidente, la tasa de cambio se despega del techo de la banda y se revalúa por todo el ancho de la misma (véase Gráfico 8), lo que también conduce a la reducción de todas las tasas de interés. La contracción de la base provocada por los ataques cambiarios de 1998 es de grandes proporciones, alcanzando el 40% de una base monetaria.

Gráfico 2  
Efecto monetario de la intervención cambiaria



Fuente: Banco de la República - Subgerencia de Estudios Económicos.

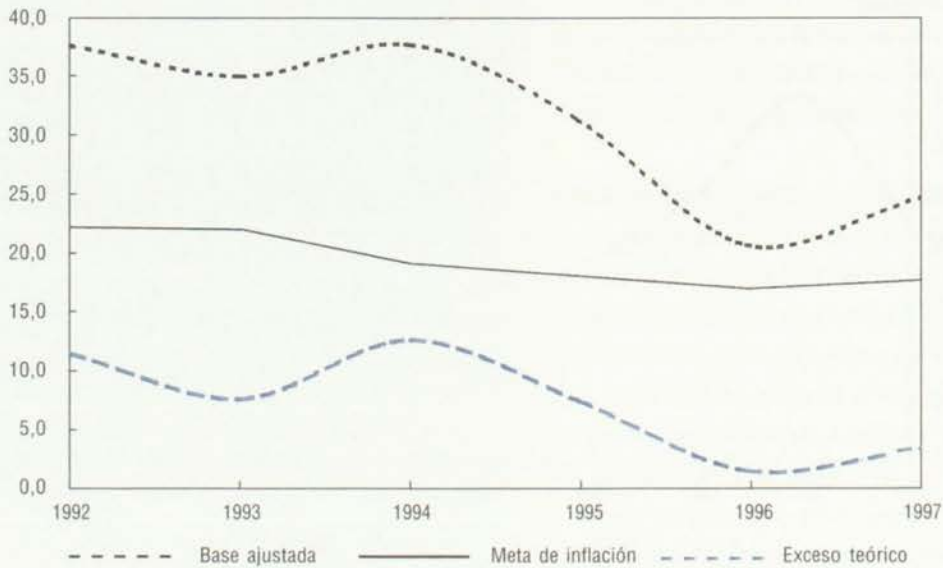
En el Gráfico 3, la base monetaria observada está ajustada por los cambios en el encaje que hubo en el período. El sobrante de base en relación con el requerido se calcula como la meta + un crecimiento de 4% del PIB y con rezago de un año. Es obvio que el mayor sobrante se da entre 1992 y 1994 con la adquisición de reservas internacionales y que la contracción en 1996 tiene como explicación fundamental la venta de reservas durante el juicio al Presidente, la que después vuelve a aumentar pero no suficientemente como para impedir que se sobrecumpliera la meta durante 1997. Un sistema de tasa de cambio flexible, como el de México después de 1994, exime al banco central de intervenir frecuentemente en el mercado y por lo general, cuan-

do lo hace, es con recursos aportados por el presupuesto público.

La política monetaria siguió empleando altos encajes, a pesar de una reducción en 1996 del correspondiente a las cuentas corrientes que fue compensado con un alza para los depósitos a término, manteniendo al sistema todavía bastante reprimido y presionando los altos márgenes de intermediación del sistema financiero. Estos márgenes responden a la inflación, a los costos del encaje, al riesgo percibido y a la eficiencia del sistema financiero y en especial a la competencia<sup>10</sup>. La entrada de capital descrita ha debido estar a cargo de las empresas con acceso a la banca internacional o sea los clientes



Gráfico 3  
**Base monetaria ajustada y sobrante**  
 (Variación porcentual)



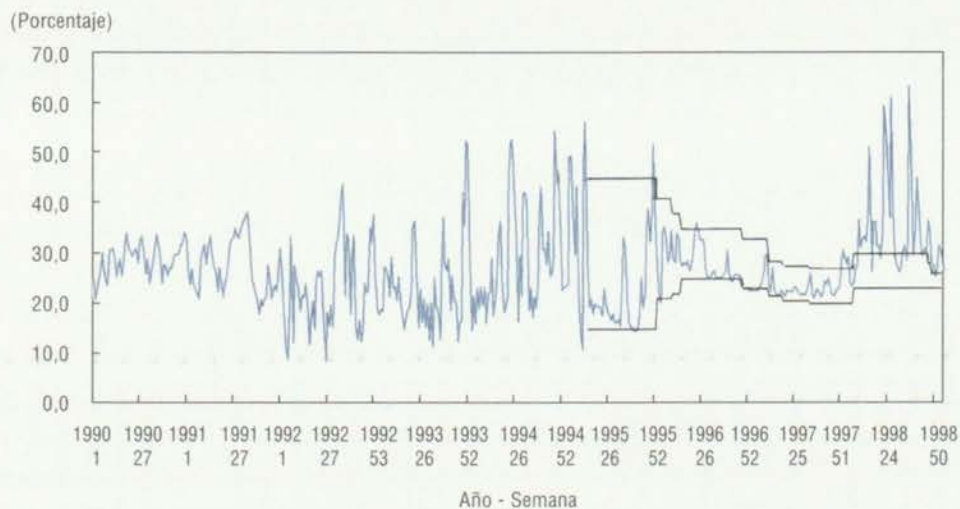
Fuente: Banco de la República - Subgerencia de Estudios Económicos.

“premium” y ello debió dejar recursos disponibles para el resto de clientes del sistema doméstico y para el crédito de consumo. En todo caso, el margen de intermediación no cayó significativamente y una de las razones para ello ha podido ser el mayor riesgo implicado en el crédito a empresas medianas y pequeñas y a los consumidores.

En 1995 se comenzó a percibir en la administración del Banco que la volatilidad de las tasas de interés generada por la política de agregados monetarios era costosa para todos los agentes y se comenzaron a implementar acotamientos de la tasa de interés a la vista que contribuyeron a estabilizar el sistema y a hacer más suave la intervención en el mercado monetario. La franja

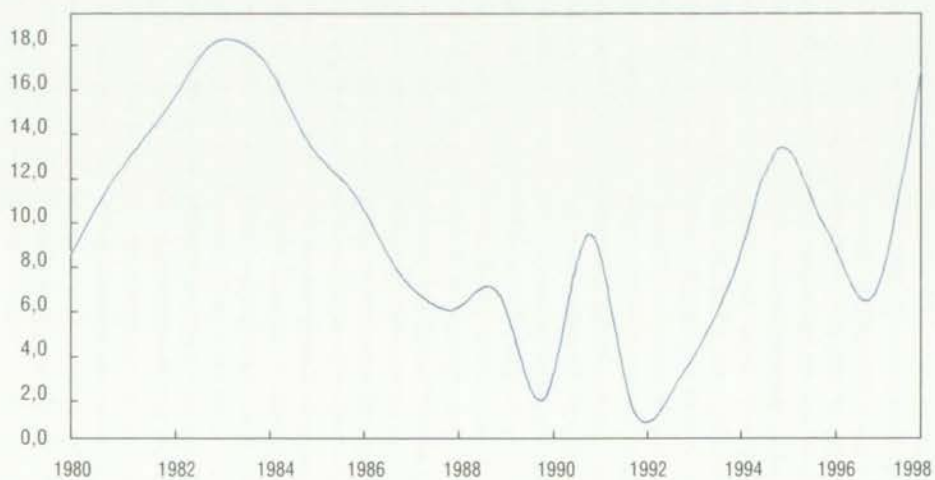
comenzó con un ancho de 30 puntos y ha sido reducida en varias ocasiones y en diciembre de 1998 presenta un ancho de 4 puntos (Gráfico 4). Nótese cómo se reduce considerablemente la volatilidad de la tasa interbancaria entre 1995 y 1998, año este en que se pierde en razón de los ataques cambiarios. Lo anterior significa que la política monetaria ha combinado crecientemente consideraciones sobre los tipos de interés con las de los corredores monetarios y que se mueve hacia un sistema de operación monetaria más mixto y “normal” en términos internacionales. Analizando el Gráfico 5 sobre tasas de interés reales se puede observar que, por lo general, la política monetaria no ha sido más restrictiva que la ejecutada durante la década de 1980 y que, en prome-

**Gráfico 4**  
**Corredores de intervención y tasa interbancaria**  
 (Promedio semanal entre enero de 1990 - enero 15 de 1999)



Fuente: Banco de la República - Subgerencia de Estudios Económicos.

**Gráfico 5**  
**Tasa real de interés pasiva**  
 (Porcentaje anual)



Fuente: Banco de la República - Subgerencia de Estudios Económicos.



---

dio, el nuevo régimen opera con menores tasas de interés reales que el antiguo.

En 1996 se observó un derrumbe del MI debido a cambios tecnológicos en el sector financiero como las tarjetas débito y los cajeros automáticos que desplazaron las cuentas corrientes y el efectivo a favor de las cuentas de ahorro o de su combinación. Se escogió entonces la base monetaria como el agregado que debía servir de guía a la operación monetaria de 1997, pero ese hecho de por sí marcó un quiebre en el monetarismo del banco central que debió reconocer que los agregados eran unos indicadores precarios de lo que sucedía en la esfera de las transacciones y que debía recurrir más a mecanismos de fijación de la tasa de interés. Otro beneficio fue la estabilidad del mercado interbancario a la vista que comenzó a conectarse mejor con el resto de los mercados de dinero de mayor plazo y a que las tesorerías de los bancos fueran más eficientes. Por lo general, todos los bancos centrales deben mantener indicadores y controles tanto de la cantidad como del precio del dinero para poder desarrollar adecuadamente su operación monetaria.

## *II. LOS EFECTOS DE LA POLITICA FISCAL*

La política fiscal fue un desafío permanente para el Banco de la República que se oponía a que una expansión monetaria grande causada por la entrada de capital fuera complementada por una expansión también considerable del gasto público. El gobierno, entre 1992 y 1994, estaba en un auge de ingre-

sos debido al fuerte crecimiento de la economía y se podía financiar a bajo costo en el mercado doméstico que arrojaba tasas de interés reales muy bajas o aún negativas, como en 1993. Sin embargo, el gobierno prepagó deuda externa contribuyendo de esta manera a no agravar la revaluación del peso y a mejorar el perfil de la deuda externa colombiana. Aunque en términos estrictos el desbalance fiscal financiado con impuestos, con privatizaciones o con deuda de mercado no tiene por qué ser inflacionario, es obvio que una política de ahorro público en momentos de auge privado lo acomodará mejor que un gasto público que aumenta la presión de la demanda sobre el producto, particularmente, como ya se dijo, sobre los bienes no transables.

Entre 1990 y 1997 el gobierno central prácticamente duplicó su tamaño, del 11% al 18% del PIB. Esto fue financiado con una cascada de impuestos, un aumento de las cotizaciones del seguro social, el propio auge económico que se vivió entre 1992 y 1995, las privatizaciones y de 1996 en adelante por nuevo endeudamiento externo e interno. Las instituciones estatales fueron modernizadas un poco hasta 1994 y se aumentaron los salarios de jueces, militares, congresistas y personal ministerial; de allí en adelante se aumentaron considerablemente los sueldos de los maestros, los proyectos improductivos en el ámbito local, el sobreempleo y la corrupción. En comparación con Argentina que aumentó su productividad reduciendo sus excesos estatales, en Colombia es notorio que hubo una reducción de la productividad de todos los factores que tuvo que resistir un mayor nivel de impuestos y cotizacio-

---

---

nes, un mayor endeudamiento público y la liquidación de muchos de los activos del gobierno para dedicarlos a la nómina pública que explotó en los municipios y departamentos y que aun así aumentó en el nivel central de gobierno.

No todo fue negativo: la privatización de Puertos de Colombia y de muchas empresas de servicios públicos, las concesiones de teléfonos y de carreteras permitieron reducir los costos de transporte y acabaron con el racionamiento de esos servicios públicos, pero en el trasfondo se dio un deterioro de la rentabilidad privada y de los salarios a favor de la actividad pública que no generaba ningún valor agregado (gastos incrementados de nómina en los niveles regionales pero que aparecen en el rubro del gobierno central<sup>11</sup>).

Hay que advertir que las privatizaciones tienen un efecto peculiar sobre los balances macroeconómicos, sobre todo si son financiadas con deuda externa. El gobierno sale de unos activos que adquiere el sector privado, pero este se endeuda en el exterior para adquirirlos o trae capital y su servicio empeora el balance en cuenta corriente. El gobierno se ve frente a un ingreso en dólares que al monetizar revalúa la tasa de cambio, empeorando de nuevo el balance en cuenta corriente. Además se encuentran recursos con que pagar por un déficit entre ingresos y egresos corrientes. Estos activos que se vendieron fueron comprados y financiados con deuda externa que ya ha sido cancelada y constituyen un ahorro de largo plazo de todo el país. Al utilizar esos ingresos para enjugar el gasto corriente y no para constituir un ahorro al-

ternativo, que podría estar dado en activos financieros externos o internos, el gobierno está consumiendo rápidamente lo que tomó entre 15 y 20 años de servicio de una deuda que permitió la inversión o construcción del activo. Si hubiera adquirido activos financieros domésticos en vez de gastarse el fruto de la privatización, el gobierno no sólo obtendría algunos rendimientos para pagar el gasto corriente, sino que hubiera contribuido con unos recursos para la inversión privada y tenido un efecto de reducción de las tasas de interés. Si los activos financieros fueran en moneda extranjera, se tendría no sólo un rendimiento con que enfrentar cierto gasto corriente sino también una reserva adicional que resguardaría mejor al país de riesgos cambiarios.

La privatización tiene la virtud de despolitizar la actividad antes pública, tornarla rentable con su reorganización, elevar el producto porque no le interesa mantenerlo racionado, como es el caso de la empresa pública, y si está regulada adecuadamente replicando condiciones de competencia, caerá también el valor de sus tarifas. Quizás el esquema introducido en las privatizaciones de la ciudad de Bogotá con la Empresa de Energía y la que se vislumbra con la de Teléfonos sea una buena forma de llevar a cabo estos procesos: se vende la mitad de los activos a un operador que porta la última tecnología, quien la reorganiza, moderniza y torna rentable, mientras que la ciudad mantiene la mitad de un activo varias veces valorizado, precisamente porque se volvió rentable, y dejó de ser un nido de políticos y del sindicato quienes tendían a canibalizarla. Si la ciudad invierte el producto de la venta en nue-



---

vos activos, digamos endeudándose con base en el colateral del activo revalorizado, obtendremos un círculo virtuoso de un patrimonio público que se valorizó e inclusive se amplió considerablemente y además cuenta con una nueva renta corriente (los dividendos de las empresas mixtas) que le permite ampliar el propio gasto corriente.

Con una expansión de la demanda mucho mayor que el producto, causada por expansiones simultáneas del consumo y la inversión privados y públicos, el Banco comenzó a alertar sobre un creciente desequilibrio macroeconómico que se venía gestando en todos los frentes: crecimiento excesivo del crédito que creaba una inflación de activos en acciones y especialmente en bienes raíces y que podía desembocar en una crisis financiera, una reversión negativa y creciente de la cuenta corriente que era una primera señal de alerta de una crisis cambiaria y obviamente una inflación que no se redujo en nada en 1994 frente a 1993.

Cabe preguntarse porqué en esta fase la inflación cayó más que después de 1994 y eso tiene que ver con el hecho de que la alta inflación de 1990 había surgido de una expansión monetaria excesiva y de una devaluación muy alta; si no se permitió una revaluación nominal del peso a partir de 1991, sí se permitió una real. Esta condujo a una baja de la inflación, muy ayudada en 1993 por una baja fuerte en el precio de los alimentos, que se devolvió a su nivel inercial, pero que se resistiría mucho a continuar reduciéndose entre 1995 y 1997 (Gráfico 6), dado que los agentes estaban acostumbrados a fijar sus precios de esta manera por

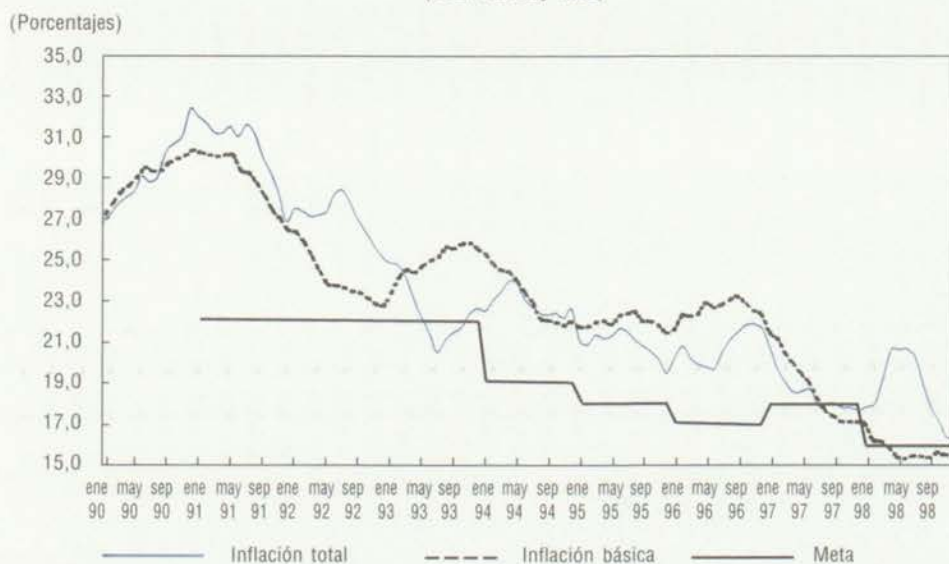
casi 30 años. El ajuste monetario de 1995-1996 se hizo sentir al fin en 1997 cuando la inflación bajó por fin por debajo del 18%. Nótese cómo la inflación básica, que refleja el impacto de la demanda en los precios, restando los correspondientes a los alimentos y a los fijados por el gobierno, se eleva 3 puntos entre 1992 y 1994, se reduce un tanto en 1994 y permanece sin cambios entre 1995 y 1997; es sólo de allí en adelante que comienza su descenso en serio, anunciando el quiebre de la inflación inercial colombiana.

Era obvio que la economía colombiana se había embarcado en un tren de gasto muy por encima de su producto y que su ahorro había caído estruendosamente, debiendo recurrir al ahorro externo para financiar un alto nivel de inversión y de consumo.

### *III. LA FASE CONTRACCIONISTA*

En abril de 1994 el Banco les advirtió a los gobiernos saliente y entrante en agosto de una típica situación de sobrecalentamiento de la economía que debía ser enfrentada con una mayor restricción monetaria y con una reducción del gasto público. El anterior gobierno desoyó la recomendación mientras que el nuevo argumentó que, siendo el sector privado el que estaba en desequilibrio, él no tenía por qué ajustarse y continuó el ritmo de expansión que llevaba la anterior administración, con lo que se adentró en el bravo terreno negativo del déficit fiscal. Así las cosas, se comenzaron a hacer cumplir los corredores monetarios, las tasas de interés se treparon, la economía efectivamente se enfrió, el sector financiero comenzó a dete-

Gráfico 6  
Comportamiento de la inflación  
(Total, básica y meta)



Fuente: Banco de la República - Subgerencia de Estudios Económicos.

riorarse, en particular el especializado en la construcción, porque la vivienda que servía de colateral se desvalorizó al mismo tiempo que se incrementaba el servicio de las deudas hipotecarias.

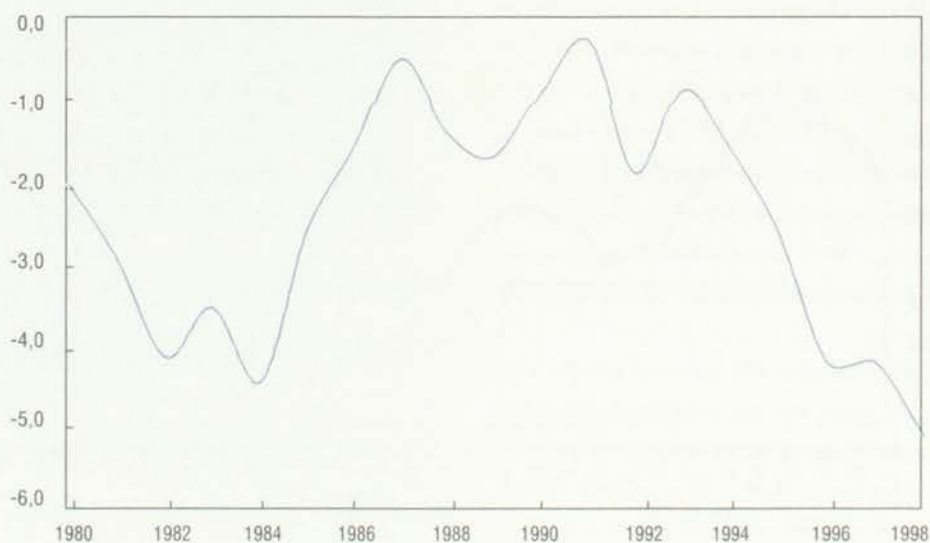
El déficit del gobierno central comenzó a crecer rápidamente en 1995 y 1996 cuando alcanzó el 2,63% y el 4,20% del PIB, respectivamente (Gráfico 7). En 1997 se redujo muy levemente al 4,15% del PIB, a pesar de un proceso de ajuste muy publicitado y que tuvo eventos como una emergencia económica, una nueva reforma tributaria y muchos recortes anunciados. Sin embargo, hay que apreciar la política del entrante Ministro de Hacienda, José Antonio Ocampo, porque el gasto público quebró su tendencia explosi-

va que llevaba desde 1991. En 1998 el déficit del gobierno central alcanzó el 5,4% del PIB. Este empeoramiento se debe fundamentalmente a la situación recesiva que ha deteriorado el recaudo tributario y a que no se han hecho recortes drásticos del gasto público como lo requiere la situación, puesto que es difícil que una economía que no está arrojando excedentes pueda aumentar su tributación.

El comportamiento del déficit del sector público no financiero no fue tan malo porque las finanzas del ISS han sido superavitarias desde 1993, aunque en forma decreciente, lo que permitió superávit de 0,27 y 0,26% del PIB en 1993 y 1994 con un rápido deterioro de allí en adelante hasta alcanzar



Gráfico 7  
**Déficit Gobierno Central**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de la República - Subgerencia de Estudios Económicos.

un déficit del 3,07% del PIB en 1997. Las inversiones del ISS en el Banco Central Hipotecario que fueron manejadas con políticas de ampliación de su clientela de alto riesgo, en medio de restricciones monetarias, han conducido a que éste entre en saldo rojo, sus pérdidas debiendo ser enjugadas por su propietario o en su defecto por el gobierno. En ambas instituciones tiende a haber sobreempleo, dadas las fortalezas de sus sindicatos, y el carácter político de sus administraciones. Este déficit consolidado no alcanzó a marcar al país como de alto riesgo para los calificadores internacionales y pudo ser frenado en 1997 y 1998 y posiblemente se reduzca en 1999.

A este déficit fiscal preocupante se sumó un deterioro de la cuenta corriente del país con

el exterior. Como se sabe por la simple ecuación del equilibrio macroeconómico fundamental<sup>12</sup>, los dos déficits no son necesariamente gemelos pero sí hermanos. El déficit comercial refleja un exceso de gasto doméstico; el déficit en servicios surge de un mayor endeudamiento externo y un aumento de la inversión extranjera, mientras que el gasto deficitario del gobierno puede ser parte del exceso de gasto general y parte del endeudamiento externo.

En efecto, el aumento del endeudamiento público directo, el endeudamiento contraído para financiar las privatizaciones y el propio endeudamiento privado, han contribuido todos a una cuenta de servicios mucho más deficitaria que la cuenta de bienes. Mien-

---

tras que en 1997 y 1998 la cuenta de bienes fue de  $-2,8\%$  y  $-3,7\%$  del PIB, se espera una reducción al  $-1,9\%$  del PIB en 1999, una vez que se recuperen en algo los precios del petróleo. No es lo mismo con la cuenta de servicios financieros y no financieros que pasa de  $-3,7\%$  del PIB en 1997, a  $-3,4\%$  en 1998 y se va al  $-4,7\%$  del PIB en 1999. Este resultado demuestra que el déficit en cuenta corriente fue resultado de un exceso de gasto, financiado externamente. El exceso de importaciones sobre exportaciones pudo ser apoyado por los cambios en los precios relativos —el hecho de haber encontrado petróleo aumenta la productividad del país y su riqueza, revaluando la tasa de cambio y financiando importaciones adicionales— pero de nuevo reflejaron el desequilibrio macroeconómico básico entre gasto agregado, que incluye la demanda por importaciones, y producto.

El partido de los políticos proteccionistas afirma que todo el déficit en cuenta corriente no es producto de un exceso de gasto agregado sino resultado de la abrupta apertura y, por lo tanto, de un desequilibrio de la balanza de bienes y termina siendo un problema de precios relativos. En otras palabras, afirman que la revaluación del peso fue causada por una política monetaria dura, que sumada a la baja del arancel, hizo aumentar las importaciones y disminuir las exportaciones. Deberían considerar que si hubiera permanecido el arancel más alto debería haber revaluado necesariamente la tasa de cambio aún más, al reducir la demanda por importaciones, lo que posiblemente afectaría más duramente a las exportaciones menores. Como se ha visto en lo que se refiere a la

política monetaria, esta fue bastante relajada hasta 1995 y debió ser, por el contrario, devaluacionista. El resultado no lo fue porque se dio una gran entrada de capital, gran parte de ella constituida por el que salió en los años ochenta, había expectativas de que se estaba *ad portas* de una bonanza petrolera sin par, los ingresos mineros y por droga del país se mantenían altos y habían crecido en forma satisfactoria las exportaciones llamadas menores, que alcanzaron cerca de US\$6.000 millones anuales. Muchas industrias decidieron enfrentar la apertura adquiriendo nuevos bienes de capital y elevando su productividad o sea que la mayor parte del endeudamiento externo fue utilizado en esta dirección.

El ajuste monetario tuvo lugar con cierta fuerza durante 1995 y 1996, cuando los agregados volvieron a crecer en forma más moderada y el crédito volvió también a unos cauces menos explosivos. Los escándalos políticos se expresaron en una salida de capital que llevó a la venta de reservas y a reducir la oferta monetaria, pero nuevamente en forma autónoma de las decisiones del Emisor. Se frenó el deterioro de la cuenta corriente pero no se reversó, en tanto que el gasto público continuaba en desequilibrio creciente. Desde agosto de 1996, superada la presión cambiaria con el fallo favorable al Presidente, la Junta Directiva del Banco comenzó a mover sus tasas de interés hacia abajo y debió proveer liquidez adicional con la gran compra de reservas internacionales por US\$1,500 millones que hizo en diciembre 31 de 1996. Esa expansión autónoma hizo disminuir las tasas de interés pasivas de rangos del 33% en la primera mitad de 1996, al 25%



---

a principios de 1997. La nueva Junta del Emisor decidió mover el corredor de base monetaria hacia arriba en mayo de 1997 y con ello permitió que la tasa de interés pasiva bajara hasta el 22% en julio y agosto del mismo año o sea una tasa real de 4 puntos. Esta no era una tasa sostenible pues aceleraba en exceso la actividad económica y esta, a su vez, debía chocar eventualmente con una expansión adicional del déficit en cuenta corriente que el resto del mundo podía no querer financiar. En tales circunstancias las expectativas de devaluación se dispararían y conducirían a abortar la expansión de la economía, como en efecto ocurrió. Esto se hizo más cierto en la medida en que estallaba la crisis asiática y se encarecían los recursos de créditos para todos los mercados emergentes.

La reactivación económica no se hizo esperar y el producto comenzó a recuperarse, mientras que, como ya se dijo, el gasto público estaba frenado y ello contribuyó a que se sobrecumpliera la meta de inflación de 1997. Sin embargo, el fenómeno de El Niño de principios de 1998, que trajo una persistente sequía, llevó a la inflación a niveles del 20,5% anual nuevamente en mayo.

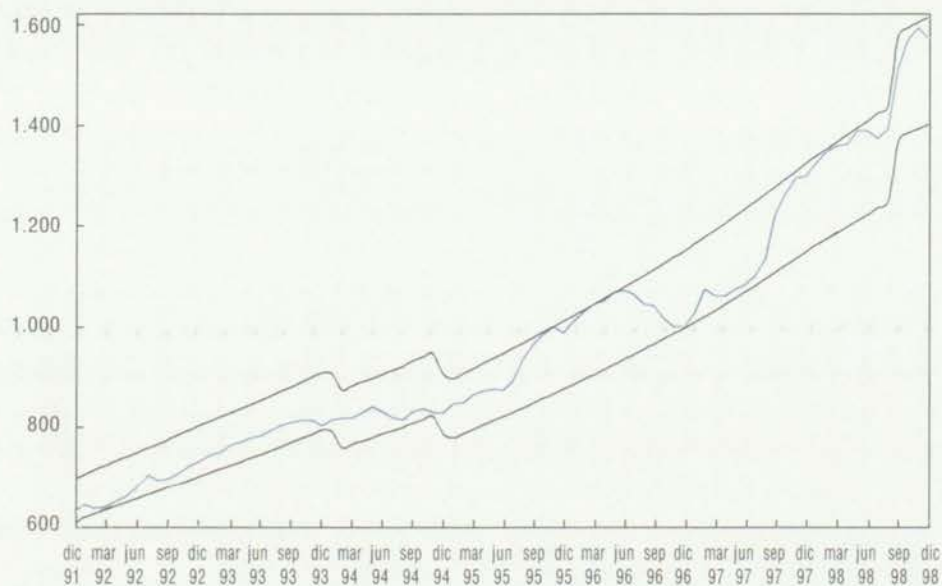
#### *IV. LOS ATAQUES CAMBIARIOS*

En febrero de este año hubo una nueva presión cambiaria, un primer ataque, que fue conjurado moviendo hacia arriba el corredor de tasas de interés a la vista en 3 puntos y conduciendo la tasa de interés del DTF al 25%. De allí en adelante, la tasa de interés siguió subiendo, al ritmo de nuevos ataques contra la banda cambiaria, reflejando expec-

tativas políticas negativas de los agentes y expectativas de devaluación crecientes por el contagio de la crisis económica del Asia al resto del mundo, que se reflejaba en unos márgenes crecientes para la deuda latinoamericana en los mercados internacionales. En mayo, junio y julio se repitieron ataques cambiarios cada vez más intensos que obligaron a vender reservas y con ello a contraer la oferta monetaria y a elevar las tasas de interés. El DTF alcanzó rangos del 35%. En agosto, Rusia se declaró insolvente y en cesación de pagos creando un torbellino internacional de enormes pérdidas para los sistemas financieros alemán y norteamericano. Los márgenes de toda la deuda de mercados emergentes se fueron al cielo y se pensaba que el mercado de capital estaría cerrado hacia el futuro. El Emisor proveyó parte de la liquidez perdida a plazos muy cortos, entre 1 y 14 días, para evitar financiar nuevos ataques cambiarios, secando con ello a los sistemas productivo y financiero.

Dada la baja en los precios de los productos básicos que exporta Colombia, la Junta movió la banda 9% hacia arriba el 2 de septiembre, más que corrigiendo la revaluación que había permitido 4 años antes (Gráfico 8). El mercado creyó que la nueva banda era vulnerable y la continuó atacando, con lo cual se apretaron aun más las condiciones monetarias. El Banco no podía físicamente proveer liquidez al ritmo en que esta se iba a comprar dólares, mantuvo sus restricciones en el otorgamiento de REPOS y continuó la defensa permitiendo que las tasas de interés de 90 días subieran más aún, al 37%. Se decidió entonces proveer la liquidez mínima requerida en forma transitoria o sea con pres-

Gráfico 8  
**Banda cambiaria y tasa representativa del mercado**  
(Pesos por dólar)



Fuente: Banco de la República - Subgerencia de Estudios Económicos.

tamos entre 1 (uno) y siete días, cuyo precio se determinaba en subasta, lo cual llevó la tasa interbancaria a rangos de 50% y 60% con lo cual el sistema financiero sufrió importantes pérdidas. La política monetaria tan estricta, más una recuperación apreciable de la agricultura con el fenómeno inverso al de El Niño y un descenso de los precios de los alimentos, contribuyeron a reducir rápidamente la inflación y se comenzaron a obtener tasas de 0,3% mensual en los meses de agosto, septiembre y octubre y de 0,17% en noviembre. Desde mayo a diciembre la inflación aumentó sólo el 3,6%. Ya los críticos dejaron de insistir en que las políticas monetarias duras son ineficaces porque no reducen la peculiar inflación colombiana,

inercial, etc. Con dos años seguidos en los que se obtiene la meta de inflación, el Banco de la República ha recuperado parte de la credibilidad que había perdido por el incumplimiento frecuente de sus compromisos, la cual puede utilizar para bajar con mayor rapidez la inflación hacia el futuro.

En octubre la situación internacional comenzó a mejorar, reaccionando a las políticas monetarias expansivas de la Reserva Federal que devaluaron el dólar y bajaron las tasas y márgenes de la deuda de los países emergentes<sup>13</sup>. La banda colombiana ganó credibilidad después de la dura batalla que se le dio a sus atacantes. En noviembre el índice de la tasa de cambio real colombiana llegó



---

al 104 con base 1986 = 100 y, como se recuerda, ese año fue de muy buen comportamiento exportador. Una vez cesados los ataques cambiarios, el Banco comenzó a normalizar la situación monetaria y redujo radicalmente los encajes porque las otras fuentes de liquidez estaban agotadas. Hay que ver si esta reducción del encaje de casi 3 puntos del PIB a favor del sistema financiero va a ser compartida con sus usuarios, reduciendo sus muy elevados márgenes de intermediación o si la estructura competitiva de la industria permite que la reducción del encaje sea apropiada mayormente por ella. De todas maneras, una razón adicional para reducirlos era mejorar los balances del sistema financiero bastante deteriorados por cierto<sup>14</sup>, lo que se estaba tornando en una fuente de preocupación adicional. Se han vendido más de US\$1,600 millones (en octubre de 1997 las reservas eran de US\$10,142 millones y un año más tarde alcanzan US\$8,533 millones) que implican una contracción monetaria del orden de \$2,5 billones.

La corrida de la banda cambiaria o la posibilidad de devaluar más que antes deberá estar acompañada de un recorte del déficit fiscal que conduzca a que la mayor demanda agregada que genera la devaluación no se pierda en alzas de precios. Es claro que si persiste el exceso de gasto del sector público, un aumento del gasto del sector exportador financiado por la devaluación y una eventual reactivación general pueden conducir a niveles mayores de precios y salarios de los que se están obteniendo en el presente.

Los críticos del Emisor han propuesto mecanismos presuntamente mejores que los

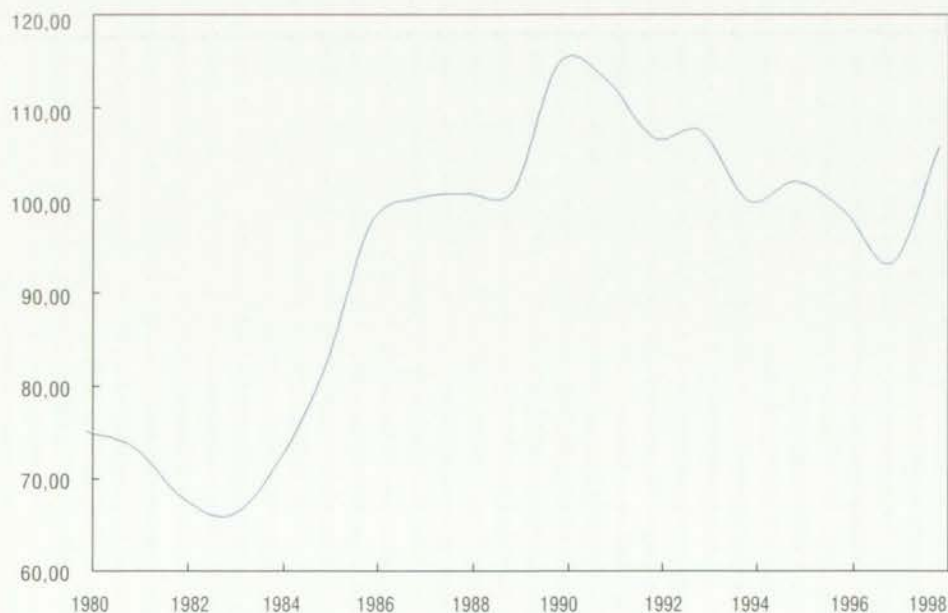
empleados durante la crisis, como el de abandonar la banda cambiaria en medio de la crisis catalizada por Rusia y permitir una mayor flexibilidad de la tasa de cambio, lo cual, según ellos, daría lugar a menores tasas de interés. El momento escogido para hacerlo sería importante y vale preguntarse si, en una situación de pánico internacional que juzgamos como temporal, hubiera sido conveniente dar al traste con la estabilidad macroeconómica del país, permitiendo una sobrerreacción del mercado cambiario que hubiera deteriorado aún más los balances de las empresas y del gobierno endeudados con el exterior y que, no sobra decirlo, hubiera desatado además nuevas y mayúsculas presiones inflacionarias. En medio de esa gran inestabilidad de todos los precios sería hasta curioso que la tasa de interés se redujera. Si la tasa de cambio está reflejando un cierre del mercado de capital, dejarla buscar un precio suponiendo que ese cierre es permanente, sería precipitar la quiebra del país. De hecho, la tasa de cambio tendería al infinito. No es cierto tampoco que un régimen flexible de cambios genere tasas de interés más bajas. No importa cuál sea el régimen cambiario del país, si las expectativas de devaluación son altas o catastróficas, la tasa de interés va a ser inevitablemente alta. Por último, hay que decir que toda autoridad monetaria se resiste a caer en el precipicio de la inestabilidad macroeconómica y externa mientras exista un nivel aceptable de reservas internacionales para defender su paridad, algo con lo que no contaron los países asiáticos que cayeron en ella, México en 1994 o más recientemente el Brasil. El alejamiento de la crisis internacional a la fecha por el aumento de la liquidez provisto por la Re-

serva Federal de los Estados Unidos ha dado la razón al Emisor frente a sus críticos, al menos por el momento.

La economía colombiana entró en un régimen de bajo crecimiento económico de 1996 en adelante, aunque mirado desde 1980 (véase Gráfico 9) parece haber razones estructurales que mantienen el crecimiento por debajo del 4% anual y lo que se observa es quizás un crecimiento anormal en 1992-1995, de cerca del 6% anual. Hay varias razones para el bajo crecimiento reciente, pero es difícil establecer con precisión cuál es la más importante de todas.

- La tasa de cambio se revaluó expresando, entre otros, un desplazamiento del producto doméstico y de las exportaciones tradicionales a favor de las rentas derivadas del petróleo y de la exportación ilegal de drogas (evidente con su financiamiento del contrabando). Sin embargo, en términos históricos la tasa de cambio real de 1998 presenta niveles relativamente competitivos, muy lejos del bajo nivel que obtuviera en 1982-1984 (véase Gráfico 9)<sup>15</sup>. Es hasta sorprendente, después de que los intereses afectados crearan un enorme escándalo sobre la revaluación del peso, encontrar que en 1998 está 50%

Gráfico 9  
Tasa de cambio real ITCR1  
(1994 = 100)



Fuente: Banco de la República - Subgerencia de Estudios Económicos.

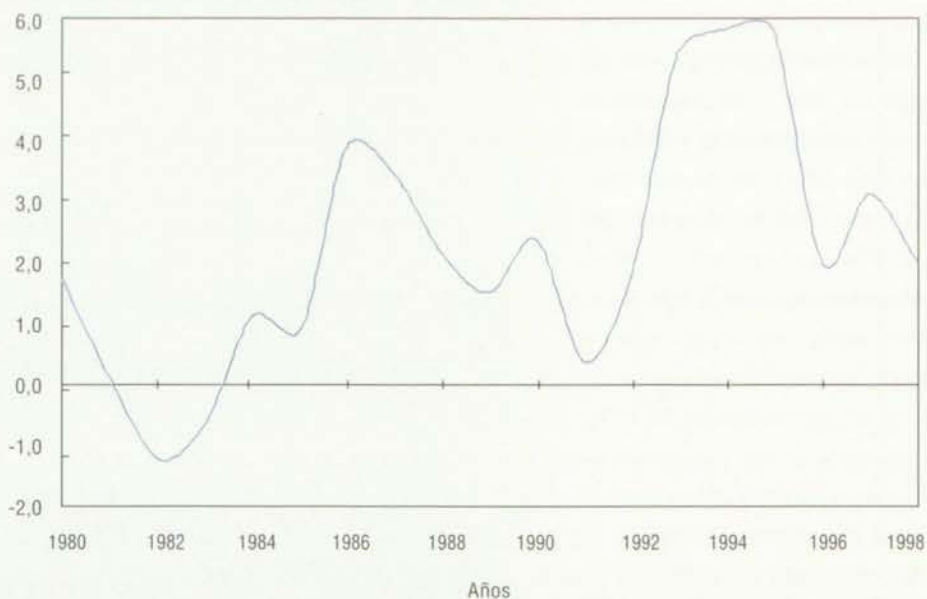


devaluado frente al nivel de 1982. La inversión directa extranjera y de portafolio, el aumento del endeudamiento privado externo y las privatizaciones financiadas internacionalmente contribuyeron, primero, a la revaluación y a una mayor devaluación de 1997 en adelante. La reciente caída de los precios del petróleo incidieron en el mismo sentido. En otras palabras, la revaluación colombiana no expresó un aumento de la productividad de la economía sino unas rentas de exportación y un aumento del financiamiento externo del sector privado y del sector público. Ambos desplazaron producto doméstico, pero no en las magnitudes que cau-

só la revaluación mucho más intensa del principio de los años ochenta. Ello quiere decir que la banda cambiaria fue un instrumento útil para contrarrestar las presiones revaluacionistas generadas por la entrada de capital y para impedir una sobre-reacción devaluacionista cuando parte de ese capital salió.

- El gobierno central aumentó su tamaño y requirió por lo tanto un mayor nivel de tributación –entre 1990 y 1999 el recaudo podrá haber aumentado en 5-6% del PIB<sup>16</sup>– a lo cual hay que añadir el impacto que tuvo su financiamiento doméstico sobre las tasas de interés y su financia-

Gráfico 10  
Crecimiento del PIB  
(Variación anual)



Fuente: Departamento Nacional de Planeación

---

miento externo sobre la tasa de cambio, de 1996 en adelante. En términos de la asignación de recursos, hay un traslado de un sector privado relativamente productivo, en el sentido que genera excedentes económicos, hacia un sector improductivo que no lo hace.

- El bajo crecimiento post 1995 puede a su vez ser en gran parte un resultado de la sobreinversión y exceso de consumo, permitidos por la política monetaria laxa, más la expansión del gasto público que tuvo lugar entre 1992 y 1995, que condujeron a la ampliación del déficit en cuenta corriente. Esta fase finalizó tras el primer ajuste monetario, y debe entenderse entonces como la parte baja de un ciclo económico cuya parte alta no era sostenible. Un gobierno dispuesto a acomodar la expansión privada con un superávit fiscal hubiera podido disminuir la presión revaluatoria y el exceso de demanda, haciendo menor la brecha externa y conduciendo a una expansión privada menos intensa pero mucho más prolongada en el tiempo<sup>17</sup>. Se trataría entonces de la construcción de un exceso de capacidad productiva y de servicios que cuando maduró se encontró con una demanda agregada reajustada hacia abajo por los desequilibrios macroeconómicos acumulados.
- De 1996 en adelante también pudo haberse dado una caída en la confianza de los inversionistas y de los consumidores en el futuro del país, en lo cual jugaron factores de índole política y un deterioro considerable del orden público, eviden-

ciado por los avances militares de los grupos subversivos.

## V. ALGUNAS CONCLUSIONES

Como se puede apreciar, el Emisor colombiano ha reaccionado tempranamente a situaciones de desequilibrios financieros y externos de la economía y ha procurado frenar las tendencias peligrosas creadas por un exceso de endeudamiento doméstico y externo. El hecho de que se haya comprometido con una defensa de la tasa de cambio, para lo cual ha adquirido un exceso de reservas con relación a las requeridas para reducir más la inflación, le ha obstaculizado la obtención de sus metas, porque cada vez que hay una afluencia o venta de reservas internacionales pierde discreción sobre la política monetaria. Se podría afirmar que la oferta monetaria fue muy influida por la defensa de la banda cambiaria 60% del tiempo, desde que fue establecida al presente. Al mismo tiempo, el banco colombiano ha impedido monetizar a favor del gobierno la devaluación que ha tenido lugar. Es una crítica seria a la política monetaria del Emisor que fue laxa por demasiado tiempo entre 1992 y 1995 y que debió pensar más en reducir la inflación que en defender el valor del peso que se estaba revaluando debido a factores reales, como las bonanzas de petróleo y drogas.

Por su parte, el gobierno no aumentó su ahorro en la coyuntura expansiva, lo cual hubiera podido abrirle campo a la compra adicional de reservas internacionales, neutralizando su impacto inflacionario, como



---

sucedió en Chile durante los años noventa<sup>18</sup>. Sin embargo, la revaluación hubiera sido mucho mayor en un régimen de cambio flexible. En momentos de salida de capital, como en 1998, se ha perdido de nuevo discrecionalidad sobre la política monetaria y la oferta monetaria se ha contraído causando lesiones al sector productivo y al sistema financiero. Con todo, la banda y su movimiento controlado han permitido una buena dosis de devaluación real y al mismo tiempo mantener la estabilidad de precios y la estabilidad macroeconómica que son bienes públicos no muy apreciados por muchos economistas colombianos.

Los desequilibrios macroeconómicos que son responsabilidad directa del gobierno no pueden ser muy influidos por el banco central, pero sí conducen a sobrecargar la política monetaria con la necesidad de estabilizar los precios o frenar el deterioro de la balanza en cuenta corriente, situaciones que agrava un déficit fiscal creciente. Aún así, el gobierno no ha recibido todavía ningún préstamo por parte del Emisor en su nueva etapa y ello ha contribuido a garantizar que la inflación de hoy en día sea la mitad de lo que fuera en 1990. El gasto público excesivo hizo más difícil la obtención de las metas de inflación entre 1993 y 1996. A su vez, la presión del gobierno sobre el Banco ha conducido a políticas monetarias más laxas que las necesarias, por la injerencia directa que ejerce el Ministro de Hacienda en todas las decisiones de la Junta y por la presión política y de opinión pública que puede desatar contra la corporación<sup>19</sup>.

A su vez, el enorme crecimiento del gobierno central con base en la tributación y en el

endeudamiento interno y externo ha conducido, en mi modo de ver, a un deterioro de la productividad de la economía nacional, compensada en parte por la privatización de muchas empresas estatales que racionaban sus servicios y los encarecían notablemente. Los activos públicos fueron vendidos al sector privado y esos ingresos han entrado a financiar un creciente déficit fiscal y no a propiciar la adquisición de nuevos activos, aunque sí condujo a aumentos de inversiones en infraestructura. La pérdida de productividad, y la menor rentabilidad que ha podido propiciar esta expansión inusitada del gobierno central se produce a través del mecanismo de tasas de tributación y de interés más altas que las requeridas para obtener un crecimiento económico mayor.

La crisis internacional reciente pone de presente los problemas que tiene un régimen cambiario de bandas frente a uno de cámara de compensación o de libre flotación en los que o se pierde toda discreción o se tiene mucha sobre la política monetaria, mientras que la banda deslizante combina los males de ambos sistemas y parte de sus beneficios. En el primer caso, Argentina fue el país más resguardado de la crisis internacional en 1998 porque la alta confianza en su régimen cambiario impidió que saliera mucho capital y tuvo inflación cero, aunque la reciente devaluación brasilera le augura un grave déficit comercial y una serie de expectativas inconvenientes, mientras que México, con un régimen de flotación, tuvo una alta devaluación que le hizo incumplir sus metas de inflación y que le ha obligado a aumentar sus tasas de interés. Colombia ha tenido tasas de interés altas, aunque en todos los países,

incluyendo los de régimen flexible de cambio, las mismas se elevaron. Colombia, sin embargo, alcanzó a corregir su paridad cambiaria, al tiempo que logró mantener su estabilidad macroeconómica y la de precios durante el mismo período. La pérdida de producto en que se incurrió hubiera sido mucho mayor si hubiera permitido la flotación de su moneda, como lo sugieren México en 1994, e Indonesia, Malasia y Corea del Sur en 1997.

Bajo el sistema de bandas cambiarias, los períodos de bajas exportaciones y salidas de capital para el país son los que, paradójicamente, propician una menor inflación, a menos que en los casos contrarios de adquisición de reservas internacionales, el gobierno esté tan comprometido como el banco central con el objetivo de reducir la inflación y actúe acordemente.

**APENDICE**  
**Base monetaria ajustada**  
(Millones de pesos)

Año	Valor (fin de)
1980	100.422
1981	133.589
1982	168.309
1983	216.836
1984	271.390
1985	348.123
1986	420.612
1987	554.397
1988	698.118
1989	884.127
1990	1.135.032
1991	1.461.159
1992	2.005.772
1993	2.677.046
1994	3.539.685
1995	4.522.064
1996	5.401.865
1997	6.841.907
1998	7.546.508



---

## NOTAS

- \* Este escrito no representa puntos de vista de la Junta Directiva del Banco de la República. Agradezco la colaboración de José Tolosa, Mauricio Olaya en las gráficas y las acuciosas observaciones de Olver Bernal.
- <sup>1</sup> Michael Woodford, "The Optimum Quantity of Money", en Benjamin Friedman, F. H. Hahn (Eds.) *Handbook of Monetary Economics*, 1990.
- <sup>2</sup> En la mayor parte de los países avanzados se tiene un sistema de tasa de cambio flexible y se interviene en el mercado sólo marginalmente por parte del gobierno con recursos del presupuesto y no por la autoridad monetaria. La política monetaria es entonces a la vez política cambiaria. El hecho de emitir divisas le presta a estos países un grado alto de autonomía con el que pueden sortear problemas cambiarios diversos.
- <sup>3</sup> Richard Hemming, James Daniel, "When is a Fiscal Surplus Appropriate?", *IMF Paper*, 1995.
- <sup>4</sup> La idea original de la banda cambiaria es de Paul Krugman, *Crisis de la moneda*, Editorial Norma, Bogotá, 1997, p. 139. Véase también John Williamson, *The Crawling Band as an Exchange Rate Regime: Lessons from Israel, Chile and Colombia*, Institute for International Economics, Washington, 1996.
- <sup>5</sup> Así, entre 1978 y 1983 se dio una revaluación real de 30% que contribuyó a la recesión de estos años y después a una devaluación del 51% en 1985 que golpeó a los deudores en dólares del sistema financiero.
- <sup>6</sup> Algún comentarista ha llamado a esta política con la expresión sexista y machista de "culiprontismo" que se refiere obviamente a la complacencia de la Junta del Emisor frente al gobierno que la había nombrado. La expresión no sólo es soez sino que obscurece lo sucedido en la coyuntura, pintando con colores morbosos las decisiones de política económica de una institución que enfrenta muchas variables y presiones para asumirlas, por fuera de las que surgen del sentimiento de agradecimiento por su nombramiento de sus miembros. Este nivel de discusión es evidentemente de muy baja calidad académica.
- <sup>7</sup> José Darío Uribe, "Inflación y crecimiento económico en Colombia", Banco de la República, *Borradores Semanales de Economía*, (BSE) No. 1, septiembre de 1994.
- <sup>8</sup> Milton Friedman, *A Program for Monetary Stability*, 1959.
- <sup>9</sup> El agregado de M1 se redujo espontáneamente como resultado de cambios institucionales y tecnológicos en el sistema financiero y no como único resultado de la política monetaria.
- <sup>10</sup> Roberto Steiner, Adolfo Barajas, Natalia Salazar, "El margen de intermediación financiera en Colombia", *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo, Bogotá, diciembre de 1997.
- <sup>11</sup> Sergio Clavijo, *Política fiscal y Estado en Colombia*, Uniandes, Bogotá, 1998, p. 65, Gráfico 8.
- <sup>12</sup> Paul Krugman, Maurice Obstfeld, *International Economics*, Harper Collins, 1991, p. 297.
- <sup>13</sup> Un brillante comentarista local se preguntaba por qué se equivocaba tanto el banco colombiano y no hacía lo mismo que la Reserva Federal de reducir sus tasas de interés en octubre, como si el peso fuera una divisa internacional y se pudiera emitir a raudales, precisamente en momentos de ataque cambiario.
- <sup>14</sup> María Mercedes Cuéllar escribió en una columna de *El Espectador* que el balance positivo del Banco de la República de \$1.3 billones había sido todo a costa del sector financiero privado. Es lástima que no haya consultado el balance del Emisor que le hubiera demostrado que un billón de pesos de sus utilidades fueron resultado del rendimiento de las reservas internacional, de la valorización del portafolio de bonos en que están invertidas y por la devaluación del dólar frente al marco y al yen.

- 
- <sup>15</sup> Es exasperante que se utilicen comparaciones espurias entre la banda cambiaria colombiana y la brasileña, como si fueran idénticas. No sólo diferían en ancho (3% versus 14%) e inclinación (5% vs. 13%) sino que la colombiana había impedido una revaluación importante del peso y había sido movida en tres ocasiones, lo que le quita el carácter de ancla de los precios que tenía claramente en Brasil.
- <sup>16</sup> Hasta 1997 los ingresos tributarios habían aumentado 2,8% del producto y las cotizaciones del ISS otro 0,7% del PIB. La reforma tributaria de 1998 debe arrojar otro punto del PIB, mientras que el impuesto a las transacciones puede estar alrededor del 2% del PIB.
- <sup>17</sup> Como lo demuestra con claridad Jorge Enrique Restrepo, "Reglas monetarias en Colombia y Chile", *Archivos de Macroeconomía*, Documento 99, DNP, enero de 1999.
- <sup>18</sup> Miguel Urrutia, "Ventajas del régimen cambiario actual", Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, noviembre de 1998.
- <sup>19</sup> Salomón Kalmanovitz, "Realidades de la independencia del Banco de la República", *Revista del Banco de la República*, No. 839, septiembre de 1997.

---

## REFERENCIAS

- Clavijo, Sergio. *Política fiscal y Estado en Colombia*, Uniandes, Bogotá, 1998.
- Friedman, Milton. *A Program for Monetary Stability*, 1959.
- Hemming, Richard, James Daniel. "When is a Fiscal Surplus Appropriate?", *IMF Paper*, 1995.
- Kalmanovitz, Salomón. "Realidades de la independencia del Banco de la República", *Revista del Banco de la República*, No. 839, septiembre de 1997.
- Krugman, Paul, Maurice Obstfeld. *International Economics*, Harper Collins, 1991.
- Krugman, Paul. *Crisis de la moneda*. Editorial Norma, Bogotá, 1997.
- Restrepo, Jorge Enrique. "Reglas monetarias en Colombia y Chile", *Archivos de Macroeconomía*, Documento 99, DNP, enero de 1999.
- Steiner, Roberto, Adolfo Barajas, Natalia Salazar. "El margen de intermediación financiera en Colombia", *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo, Bogotá, diciembre de 1997.
- Uribe, José Darío. "Inflación y crecimiento económico en Colombia", *Borradores Semanales de Economía*, (BSE) No. 1, Banco de la República, septiembre de 1994.
- Urrutia, Miguel. "Ventajas del régimen cambiario actual", Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, noviembre de 1998.
- Williamson, John. *The Crawling Band as an Exchange Rate Regime: Lessons from Israel, Chile and Colombia*, Institute for International Economics, Washington, 1996.
- Woodford, Michael. "The Optimum Quantity of Money", en Benjamin Friedman, F. H. Hahn (Eds.), *Handbook of Monetary Economics*, 1990.