



*I*  
*ARTICULOS*

---

# LA ESTRATEGIA DE ESTABILIZACION DE LA JUNTA DEL BANCO DE LA REPUBLICA: 1991-1994

*Por: Miguel Urrutia Montoya*

**E**l mandato constitucional de la Junta Directiva del Banco de la República es velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda. Con este propósito, la Constitución le dio al Banco la función de regular la moneda, los cambios internacionales y el crédito.

La función de regular los cambios internacionales es un requisito para lograr el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda en la medida en que una tasa de cambio incongruente con el equilibrio de ingresos y egresos de cambio en el mediano plazo lleva a aumentos e inestabilidad en los precios. Una tasa de cambio que genere un déficit no sostenible en la balanza de pagos genera una devaluación que puede aumentar los precios de tal manera que se inicie un proceso inflacionario difícil de revertir. Por el contrario, si el banco central acomoda un superávit cambiario permanente emitiendo moneda nacional para aumentar sus tenencias de divisas, el aumento en los medios de pago resultante también llevará a aumentos en precios. Es claro entonces que para el control de la inflación, el banco central debe ayudar a que la tasa de cambio mantenga el equilibrio de mediano plazo entre ingresos y egresos de divisas.

La Constitución también le asigna al banco central la función de regular el crédito. Esto con el propósito de que un exceso de endeudamiento no vaya a generar presiones inflacionarias y a llevar a las entidades del sector financiero a una crisis, fenómeno que tiene profundos efectos negativos sobre la economía y que en general termina en inflación con crisis cambiaria. (Las crisis financieras en Chile y Argentina a comienzos de los años ochenta y la venezolana de 1994, llevaron a crisis cambiarias y aceleración de la inflación).

En resumen, el Banco de la República interviene en las políticas cambiarias, monetarias y crediticias con el fin de garantizar el sistema de pagos dentro del país y con el exterior, con el objetivo primordial de reducir la inflación.

## *I. BENEFICIOS DEL CONTROL DE LA INFLACION*

La literatura académica internacional reciente, demuestra que los países con bajas tasas de inflación son los que lograron más altas tasas de crecimiento y un mayor progreso en los indicadores sociales. Se ha demostrado que las políticas monetarias laxas y las bajas tasas

---

de interés reales no facilitan la inversión productiva y el crecimiento económico<sup>1</sup>.

En Colombia, los estudios confirman que las épocas de mayor crecimiento en el país, son aquellas en que está cayendo la inflación<sup>2</sup>. Por esta razón, se considera que una política monetaria cuyo objetivo sea reducir la inflación es congruente con mayores tasas de crecimiento económico y desarrollo social. Adicionalmente, la disminución en la inflación también favorece la eficiencia económica y la competitividad internacional de la producción nacional.

## *II. LA POLÍTICA MONETARIA Y LA INFLACION*

Los procesos inflacionarios se pueden controlar con un conjunto de políticas macroeconómicas:

1. La política monetaria.
2. La política fiscal.
3. La política cambiaria.
4. Una política de precios y salarios.

En los procesos de inflación muy elevada, en general se tiene que utilizar todo el arsenal de políticas a fin de parar la inflación. En Europa Oriental, México, Brasil, Argentina, Bolivia, y Alemania y Japón después de la Segunda Guerra Mundial, la hiperinflación o inflaciones muy elevadas sólo se derrotaron fijando (anclando) la tasa de cambio, eliminando el déficit fiscal, y controlando con extremo rigor la oferta monetaria. En algunos casos las políticas de ingresos y salarios también hacen parte del paquete utilizado para salir de la hiperinflación.

En condiciones más normales, la inflación se controla con la política monetaria. Un creci-

miento de la oferta monetaria no muy alejado del crecimiento del PIB nominal compatible con la capacidad productiva instalada en la economía debería facilitar el crecimiento económico sin inflación.

Si la demanda agregada crece más rápido de lo que puede crecer la producción con una capacidad instalada productiva dada, surgirá la inflación. En ese caso, las autoridades deben tomar medidas para reducir la demanda nominal. Esto se puede hacer reduciendo el gasto público o aumentando impuestos, pero en la mayoría de las democracias el presupuesto no es muy flexible. Fuera de eso, el gasto público y los impuestos tienen otros objetivos distintos de los de la estabilización económica. También es clara la relación empírica entre precios y moneda, pero no se encuentra en el largo plazo entre esta última y el desempleo y la producción. Por todo lo anterior, en todos los países industrializados y los países en desarrollo con rápido crecimiento, la estabilidad de precios se encomienda primordialmente a la política monetaria. La contribución de la política fiscal a la estabilización se limita a evitar déficits fiscales.

En el largo plazo es muy poco probable que exista inflación, si la política monetaria mantiene la oferta monetaria a un nivel compatible con un crecimiento razonable del PIB nominal. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que existen rezagos entre el momento en que cambia la política monetaria y su manifestación en el ritmo de inflación.

En resumen, la política monetaria parece ser relativamente efectiva para el logro de la estabilidad de precios, y la política fiscal debe

---

manejarse teniendo en cuenta el equilibrio cambiario y las necesidades de inversión en bienes públicos de la sociedad.

### *III. LAS POLITICAS DEL BANCO DE LA REPUBLICA DENTRO DEL ESQUEMA DE DEVALUACION GRADUAL*

A partir de 1967, Colombia inició un manejo cambiario en el cual el Banco de la República compraba y vendía todas las divisas que le demandaran u ofrecieran a una tasa preanunciada. Esa tasa se devaluaba diariamente.

En ocasiones de bonanza cafetera o bonanza cambiaria, el Banco, para posponer la emisión implícita en la compra de grandes cantidades de divisas, compraba a la tasa de cambio anunciada, pero con certificados de cambio con plazos de vencimiento entre 3 y 12 meses.

En los primeros meses de vida de la nueva Junta, ésta intentó manejar la política monetaria dentro del tradicional sistema de devaluación gradual de la tasa de cambio. Ante el influjo de divisas se vio que no se podía sostener la tasa de cambio nominal vigente y la Junta se vio forzada en octubre de 1991 a aumentar el plazo de los certificados de cambio a 360 días. Se consideró que al ampliar el plazo del certificado se podía posponer la emisión generada por la compra de divisas. Al mismo tiempo, se consideró que la apertura económica y la liberalización de la exportación de capitales generaría una aceleración futura de los giros al exterior, lo que haría posible disminuir el acervo de certificados de cambio pendientes de pago.

Por otra parte, las positivas perspectivas de balanza de pagos generadas por Cusiana hacía prever un cambio en el portafolio de los colombianos, de activos en moneda extranjera a activos en pesos, el cual llevaría a un aumento en la demanda de medios de pago y otros pasivos del sector financiero ( $M_2$ ). Esto implicaba que la autoridad monetaria podía acomodar ese aumento en los agregados monetarios con un incremento poco usual en la oferta monetaria durante 1992, sin peligro de que se produjera un aumento en la inflación.

Adicionalmente, se consideró necesario bajar las tasas de interés en la economía para evitar los flujos de capital generados por el diferencial de tasas de interés internas-externas.

Estas políticas llevaron a un crecimiento alto de los medios de pago en 1992, como se observa en el Cuadro 1, y a un descenso en las tasas de interés. Como el aumento en el  $M_2$  coincidió con un aumento en la demanda por dinero<sup>3</sup>, la inflación descendió en 1992, aún con estas altas tasas de crecimiento en los agregados monetarios.

Los resultados de 1992 hacían prever que se podía seguir una política de reducción de precios sin modificaciones al régimen cambiario. En el Informe de la Junta al Congreso de marzo de 1993 se señaló que en 1992, los objetivos de la política monetaria, cambiaria y crediticia habían sido los siguientes:

1. Lograr una reducción significativa en la inflación.
2. Mantener una tasa de cambio competitiva para permitir el desarrollo normal de las exportaciones no tradicionales y de la producción doméstica.

Cuadro 1

## Variables monetarias y reservas internacionales

Fin de:	Medios de pago redefinidos (Var. anual)	Tasas de interés (CDT a 90 días) 1/	Reservas internacionales netas 2/ (Millones US\$)	
1991	Sep.	29,7	38,3	6.126
	Dic.	31,7	36,2	6.420
1992	Mar.	33,7	27,2	6.938
	Jun.	44,1	21,5	7.423
	Sep.	35,5	27,2	7.492
	Dic.	41,0	27,1	7.768
1993	Mar.	34,0	26,2	8.002
	Jun.	30,4	26,1	8.222
	Sep.	39,3	24,6	8.413
	Dic.	30,0	26,5	7.869
1994	Mar.	37,4	25,0	8.131
	Jun.	30,4	31,2	7.989
	Sep.	30,0	30,8	7.775
	Dic.	25,3	37,4	8.002

1/ Bancos y Corporaciones Financieras.

2/ A partir de 1993 las reservas internacionales se valoran a precios de mercado.

Fuente: Banco de la República.

3. Mantener tasas de interés internas que no estimularan el flujo de capitales especulativos hacia el país, y que facilitarían la inversión privada.

4. De manera congruente con las anteriores metas, suministrarle a la economía, y al sector privado en particular, una cuantía suficiente de crédito para hacer posible la aceleración en la inversión y la reconversión empresarial.

Para 1993, el Informe anunciaba el objetivo de lograr una inflación de 22% y expresaba que la Junta «considera indispensable el mantenimiento de una tasa de cambio competitiva». Para lograr esos propósitos se proponía alcanzar un crecimiento de  $M_1$  entre 24% y 30%, y estabilidad en las tasas de interés.

Cuadro 2

## Medios de pago

## Corredores monetarios y tasas de crecimiento

(Miles de millones de pesos)

Fin de:	Mínimo	Medio	Máximo	M1 Observado	Diferencias entre:			
					Mínimo	Medio	Máximo	
1993	Ene.	3.561	3.640	3.718	3.642	81	3	(76)
	Feb.	3.508	3.587	3.665	3.551	43	(36)	(114)
	Mar.	3.585	3.666	3.747	3.587	2	(79)	(160)
	Abr.	3.636	3.724	3.812	3.834	198	110	22
	May.	3.676	3.764	3.852	3.872	196	108	20
	Jun.	3.923	4.017	4.110	4.160	237	144	50
	Jul.	3.826	3.917	4.008	4.105	279	188	97
	Ago.	3.900	3.991	4.081	4.171	271	181	90
	Sep.	3.920	4.012	4.103	4.201	281	190	98
	Oct.	3.990	4.086	4.181	4.284	294	199	103
	Nov.	4.129	4.230	4.331	4.726	597	496	395
	Dic.	4.976	5.097	5.217	5.214	238	118	(3)
1994	Ene.	4.528	4.674	4.819	4.876	348	203	57
	Feb.	4.460	4.602	4.744	4.899	439	297	155
	Mar.	4.549	4.693	4.836	4.951	402	259	115
	Abr.	4.644	4.798	4.951	5.090	446	293	139
	May.	4.690	4.845	5.000	5.114	424	269	114
	Jun.	5.013	5.180	5.346	5.380	367	201	34
	Jul.	4.878	5.042	5.206	5.463	585	421	257
	Ago.	4.953	5.120	5.287	5.441	488	321	154
	Sep.	4.973	5.141	5.309	5.497	524	356	188
	Oct.	5.061	5.233	5.404	5.621	560	389	217
	Nov.	5.523	5.712	5.901	5.948	425	236	47
	Dic.	6.251	6.460	6.668	6.603	352	144	(65)

---

Es decir, para 1993, la Junta Directiva consideró que el ajuste de portafolio hacia el peso ya se había culminado, y por lo tanto, con base en cálculos sobre la demanda por dinero, la Junta estableció nuevamente unas metas en términos de medios de pago. En el Cuadro 2 aparecen las metas y el crecimiento observado de  $M_1$ . Hacia julio los medios de pago comenzaron a crecer a un ritmo superior a la meta establecida, en buena parte debido al vencimiento de los certificados de cambio expedidos en 1992 como contraparte de la acumulación de reservas.

Al mismo tiempo, el Banco siguió acumulando reservas internacionales, y no podía subir la tasa de interés para reducir el crecimiento del dinero y del crédito, porque eso llevaría el precio del certificado al descuento del 12,5% al cual el Banco estaba comprometido a comprar todas las divisas que se le presentarían. Como el certificado de cambio se transaba en bolsa, su descuento estaba estrechamente vinculado a la tasa de interés del mercado.

En los Informes al Congreso de 1993 se incluía como meta de la Junta el mantenimiento de la tasa real de cambio. No obstante, cada día era más claro que resultaba difícil cumplir ese objetivo y al mismo tiempo mantener la oferta monetaria dentro de sus metas.

En el segundo semestre de 1993 la Junta comenzó a estudiar un cambio radical en el régimen cambiario para poder volver a tener control sobre los agregados monetarios.

El Banco no podía cumplir sus metas monetarias en un esquema en que tenía que comprar

todas las divisas que le presentaran a una tasa de cambio fija. En esas circunstancias surgían dos posibilidades: i) flotar la tasa de cambio, y así recuperar totalmente el control monetario, o ii) establecer una banda cambiaria que le diera estabilidad a la tasa de cambio y cierta seguridad a los exportadores, pero dentro de la cual la tasa de cambio pudiera flotar y facilitar así el control monetario.

Después de una revisión extensa de la literatura teórica y de la experiencia internacional, y de mucho debate interno, se llegó a la conclusión de que el sistema de bandas cambiarias presentaba bastantes ventajas.

#### *IV. LA REFORMA DEL REGIMEN CAMBIARIO*

En enero de 1994 se reformó el régimen cambiario que había existido desde 1966. La reforma es la más profunda efectuada por la actual Junta del Banco de la República, y tenía el objeto de recuperar el control sobre los agregados monetarios, control que no existe en un régimen de tasa oficial en que el Banco de la República compra y vende cantidades de divisas ilimitadas a una tasa preanunciada.

La banda cambiaria se diseñó con base en las proyecciones de balanza de pagos y superávit fiscal para 1994, y el corredor cambiario se hizo lo suficientemente amplio como para garantizar poder defender la banda cambiaria, ya que el ritmo de crecimiento del gasto público podía presionar las tasas de interés domésticas hacia arriba, incentivando la entrada de capitales, lo cual generaría una presión hacia la revaluación de la tasa de cambio<sup>1</sup>.

---

En todo momento era claro para los Miembros de la Junta que en ningún país la banda cambiaria es fija por largos períodos. Las condiciones fundamentales de las economías varían, y esto hace modificar las tasas de cambio, excepto en los sistemas muy rígidos de «Currency Board» o en el régimen de patrón oro, en los cuales el ajuste a los cambios en el sector externo no se hace a través de las tasas de cambio sino mediante el desempleo y variaciones en la actividad económica.

En el Informe al Congreso de marzo de 1994 ya no se incluyó el mantenimiento de la tasa real de cambio como objetivo de política de la Junta, pues era claro que bajo las circunstancias de la economía colombiana en ese momento ello no era compatible con la meta de control de la inflación.

Cuando en enero de 1994 se estableció la banda cambiaria, se acordó que ésta se modificaría si se producían cambios en las variables fundamentales de la economía. A mitad de 1994 se produjo uno de esos cambios: la bonanza cafetera. Esto y el aumento persistente en el crecimiento de la cartera del sector financiero afectó la estabilidad de la tasa real de cambio.

La Junta comenzó entonces a discutir intensamente planes de contingencia que contemplaban la posibilidad de ajustar la banda cambiaria en caso de que al llegar al piso de ésta el Banco perdiera el control monetario al tener que comprar masivamente divisas en el piso de la banda.

A nivel internacional, las bandas cambiarias se modifican cuando se percibe un cambio

duradero en las condiciones del mercado de divisas con el cual el banco central perdería el control monetario o gran proporción de sus reservas internacionales defendiendo el piso o el techo de la banda cambiaria, respectivamente.

Chile, país que ha utilizado bandas cambiarias en su política de estabilización y fomento a las exportaciones ha modificado las bandas cambiarias en repetidas ocasiones, y lo mismo ha hecho Israel. Inglaterra ha tenido que salirse de la banda cambiaria europea varias veces y la banda europea se ha tenido que modificar también en varias ocasiones.

## V. LA POLÍTICA MONETARIA Y LOS PRECIOS

Los trabajos técnicos en Colombia sugieren que existe un rezago de 6 a 12 meses entre aumentos en  $M_1$  e incrementos en precios y de 12 a 24 meses entre disminuciones en tasas de interés y aumentos en precios. Si estos rezagos son válidos, podríamos considerar que la política monetaria en el segundo semestre de 1992 no fue suficientemente estricta. En efecto, debido al problema de evitar los flujos de capitales, se mantuvo una tasa de interés demasiado baja, (según el Cuadro 3, la tasa de interés real fue negativa o muy baja en 1992) lo cual llevó a un aumento en el IPC básico en 1993. Los medios de pago también crecieron demasiado en 1992, y esto se reflejó a su vez en un aumento en la inflación en 1993 (véase Gráficos 1 y 2).

Durante el segundo semestre de 1993, por más que había evidencia que la inflación no se estaba reduciendo al ritmo deseado, y el

**Cuadro 3**  
**Tasa de interés real pasiva - CDT 90 días 1/**

FECHA	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Ene.	8,43	10,57	10,19	15,57	13,86	9,00	8,68	6,92	2,97	5,69	2,89	3,54	1,00	2,59
Feb.	6,76	11,56	10,76	14,95	11,39	5,46	8,80	5,75	4,10	4,88	1,67	0,81	0,67	1,83
Mar.	5,21	11,17	10,33	15,33	9,62	6,10	8,16	6,56	4,87	5,04	3,77	0,69	1,54	1,53
Abr.	6,10	11,02	9,22	16,47	8,74	6,37	8,49	5,59	6,60	5,43	4,65	(0,13)	2,55	1,06
May.	8,11	11,13	8,92	17,57	5,81	12,12	6,15	5,95	6,61	4,86	3,27	(2,39)	2,92	1,89
Jun.	6,86	11,81	10,37	16,78	5,49	15,02	4,68	4,69	7,74	4,70	3,98	(4,71)	3,82	4,23
Jul.	7,19	11,67	11,23	16,96	7,53	15,02	3,21	4,08	7,77	5,83	3,93	(5,43)	4,24	5,09
Ago.	6,68	11,40	12,62	16,34	8,72	12,82	3,98	4,53	5,96	4,93	5,58	(1,73)	2,69	7,12
Sep.	7,73	10,07	13,31	15,41	8,95	12,10	4,55	2,44	4,86	4,71	6,62	0,26	2,33	7,05
Oct.	9,51	9,16	13,63	16,99	8,70	11,04	5,15	2,52	5,43	4,67	6,48	1,06	2,62	8,72
Nov.	10,20	9,94	13,63	16,18	9,65	10,21	6,12	3,25	5,34	3,95	7,00	0,92	2,51	11,55
Dic.	9,71	9,78	14,59	13,74	10,77	9,20	7,98	2,91	6,18	3,89	7,54	1,47	3,07	12,46

1/ Deflactor IPC.

Fuente: DANE - Banco de la República.

**Gráfico 1**  
**IPC e inflación básica**  
(Variaciones anuales)

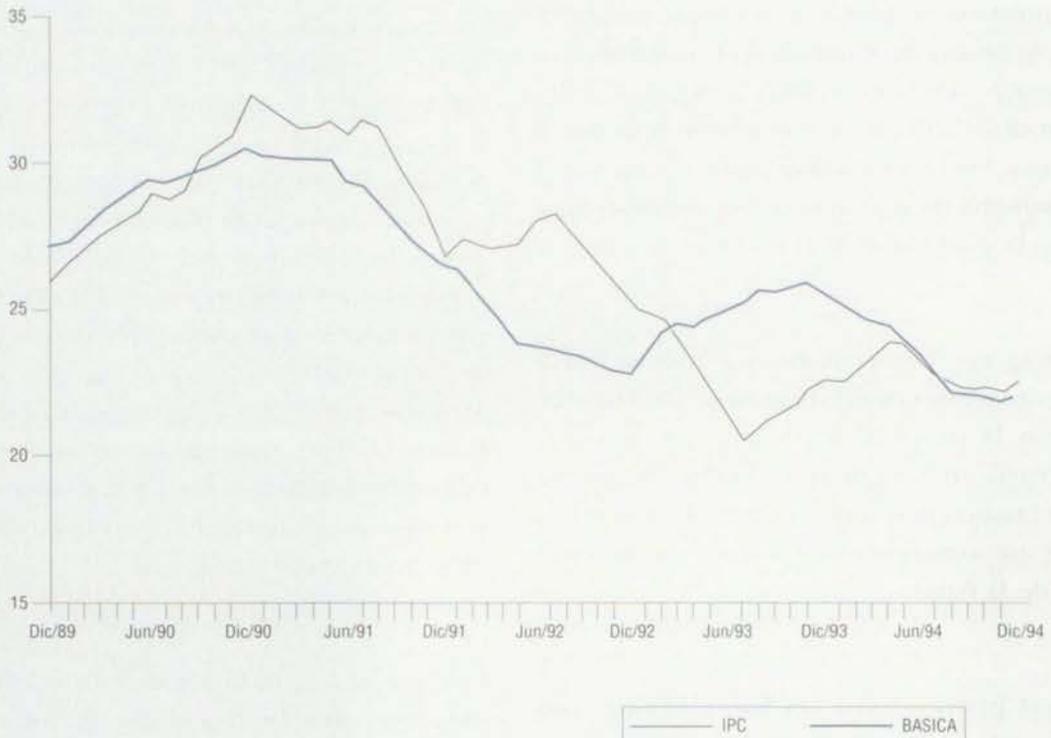
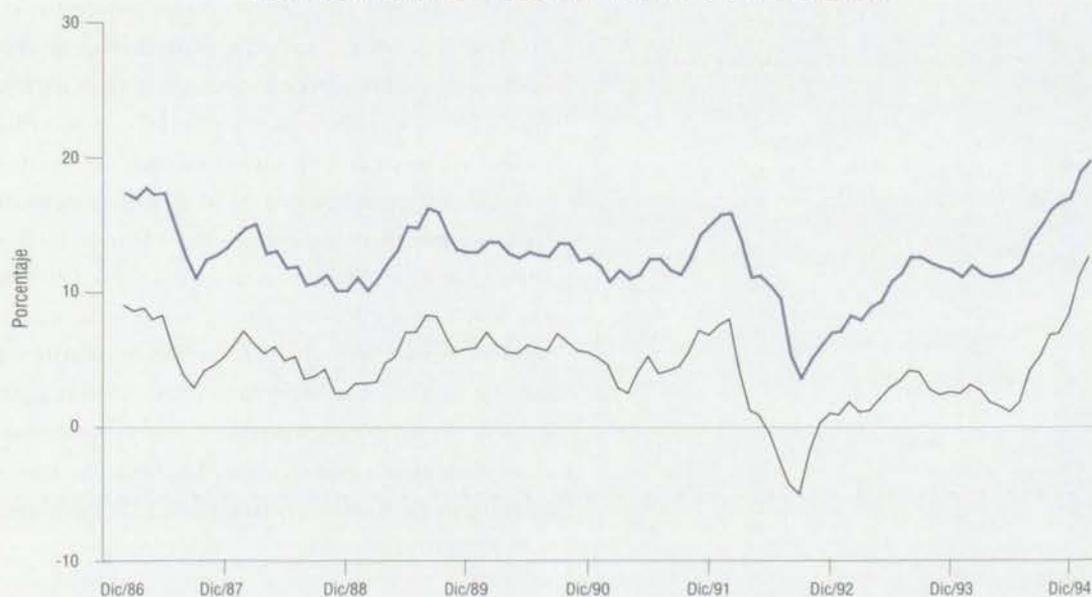


Gráfico 2  
**Tasas de interés real pasivas y activas en Colombia 1/**



1/ Deflactor: IPC.  
 Fuente: DANE, Banco de la República.

gasto privado y público estaban disparados (véase Informe al Congreso) la Junta no aumentó las tasas de interés por el temor de que ese aumento llevara el descuento del certificado de cambio al piso del corredor y se tuviera que emitir para la compra de reservas internacionales.

Una vez establecida la banda cambiaria el 18 de enero de 1994, la flotación dentro de la banda permitió recuperar el control de los agregados monetarios. Sin embargo, por el temor de que el aumento de las tasas de interés apreciara aún más la tasa de cambio, la tasa de interés no se aumentó inmediatamente. Como alternativa, en marzo 15 de 1994, la Junta le fijó un tope máximo al crecimiento mensual de la cartera. Aunque la medida algo redujo el crecimiento de la cartera, y en particular de los préstamos sin desembolsar, esa disminución en

cartera no moderó suficientemente la demanda agregada, y la inflación permaneció por encima de la metas de la Junta.

Cuadro 4  
**Inflación en año completo**

Fin de:	IPC Total	IPC Básica	IPP Total	IPP Consumo final	
1991	Sep.	30,0	28,1	25,9	32,5
	Dic.	26,8	26,5	23,1	28,2
1992	Mar.	27,1	25,1	20,8	26,6
	Jun.	28,1	23,8	21,1	28,5
	Sep.	26,9	23,4	19,3	25,8
	Dic.	25,1	22,8	17,9	23,5
1993	Mar.	24,2	24,6	16,9	21,8
	Jun.	21,4	25,0	13,0	14,8
	Sep.	21,4	25,6	12,8	13,2
	Dic.	22,6	25,6	13,2	15,5
1994	Mar.	23,4	24,5	15,5	18,8
	Jun.	23,1	23,4	15,7	19,4
	Sep.	22,3	22,1	18,6	21,3
	Dic.	22,6	22,1	20,7	21,6

Fuente: DANE y Banco de la República.

**Cuadro 5**  
**Algunos pasivos no monetarios**  
(Miles de millones de pesos)

Fin de:	Tit. Partic.	Tit. Canj.	Certicambios	Total
1989 DIC.	81	85	43	209
1990 ENE.	102	104	62	268
FEB.	121	111	65	297
MAR.	122	115	64	301
ABR.	187	112	63	362
MAY.	151	116	71	338
JUN.	210	108	53	371
JUL.	244	103	48	395
AGO.	252	101	45	398
SEP.	310	100	49	459
OCT.	334	97	35	466
NOV.	324	90	35	449
DIC.	323	83	61	467
1991 ENE.	507	66	74	647
FEB.	616	55	59	730
MAR.	725	51	47	823
ABR.	697	99	30	826
MAY.	857	88	30	975
JUN.	850	81	82	1.013
JUL.	1.006	75	232	1.313
AGO.	919	72	423	1.414
SEP.	1.140	70	622	1.832
OCT.	1.190	23	623	1.836
NOV.	1.233	22	472	1.727
DIC.	1.239	21	373	1.633
1992 ENE.	1.582	11	386	1.979
FEB.	1.520	10	433	1.963
MAR.	1.581	9	460	2.050
ABR.	1.517	5	602	2.124
MAY.	1.515	5	831	2.351
JUN.	1.425	5	921	2.351
JUL.	1.398	4	1.001	2.403
AGO.	1.319	3	1.006	2.328
SEP.	1.085	6	1.085	2.176
OCT.	1.010	6	1.115	2.131
NOV.	822	5	1.151	1.978
DIC.	937	7	1.222	2.166
1993 ENE.	1.224	6	1.208	2.438
FEB.	1.330	7	1.205	2.542
MAR.	1.393	5	1.040	2.438
ABR.	1.526	2	913	2.441
MAY.	1.786	2	737	2.525
JUN.	1.421	2	607	2.030
JUL.	1.860	2	517	2.379
AGO.	1.950	2	469	2.421
SEP.	2.233	1	409	2.643
OCT.	2.051	1	370	2.422
NOV.	1.864	1	321	2.186
DIC.	1.371	0	339	1.710
1994 ENE.	1.693	0	371	2.064
FEB.	1.738	0	336	2.074
MAR.	1.622	0	309	1.931
ABR.	1.462	0	301	1.763
MAY.	1.526	0	258	1.784
JUN.	1.463	0	223	1.686
JUL.	1.393	0	205	1.598
AGO.	1.554	0	192	1.746
SEP.	1.497	0	176	1.673
OCT.	1.406	0	167	1.573
NOV.	1.316	0	122	1.438
DIC.	994	0	59	1.053

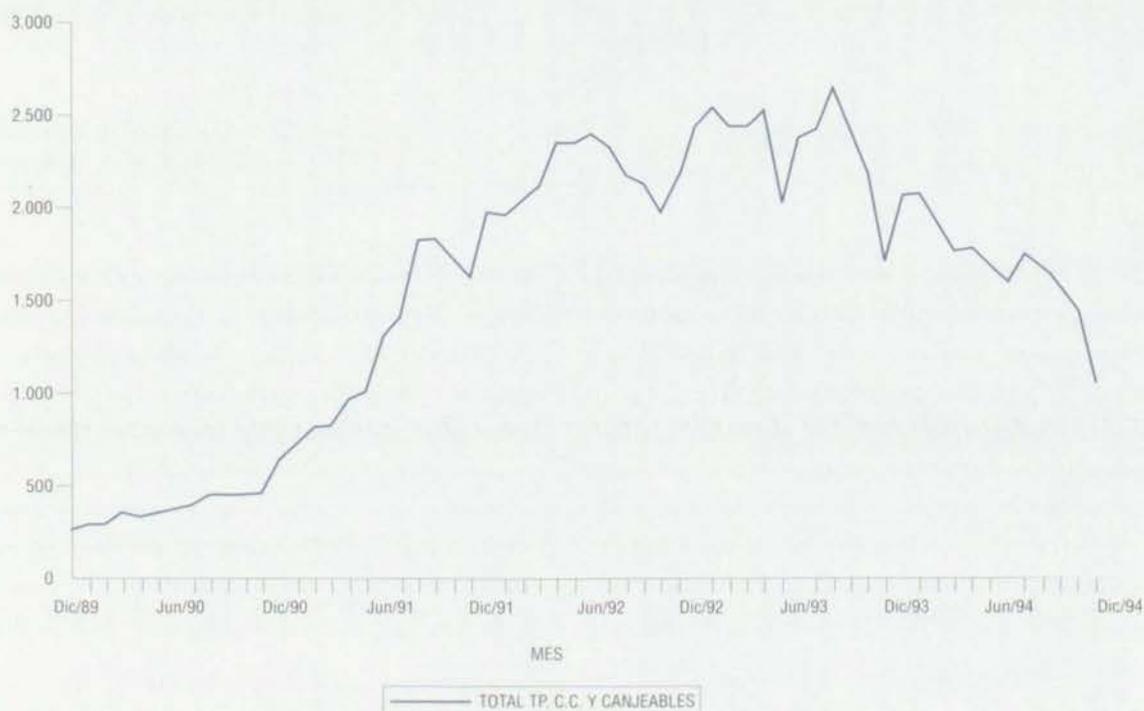
En mayo se resolvió subir la tasa de interés y se volvió más estricto el suministro de liquidez al sistema financiero. Era evidente que las bajas tasas de interés realmente no estaban evitando la apreciación de la tasa de cambio, pues estaban aumentando el nivel de gasto, y esto a la vez atraía capital extranjero, y también presionaba al alza los precios de los bienes no transables. En el Cuadro 3 vemos que el CDT a 90 días pasa de 1,06% real en abril a 4,23% en junio. Como la cartera seguía creciendo a ritmos inaceptables (la cartera estaba creciendo a 47,3% anual a principios de julio) en agosto se volvió a endurecer la política monetaria. La tasa de interés real pasó de 5,09% en julio a 7,12% en agosto, y 8,72% en octubre.

El alza de la tasa de interés tanto en mayo como en agosto se hizo paralelamente al establecimiento de controles más exigentes a la entrada de capitales externos. Dichos controles tenían el propósito de evitar que los aumentos en tasas de interés se tradujeran inmediatamente en una mayor oferta de divisas de crédito externo, lo cual presionaría la revaluación de la tasa de cambio.

## VI. CONCLUSION

El manejo de la política monetaria estuvo limitado antes de 1994 por el régimen de tasa de cambio vigente. Ante la solidez de las perspectivas de balanza de pagos y de alto crecimiento económico en Colombia, se crearon a partir de 1990 incentivos a la entrada de capitales. En esas circunstancias, el compromiso del Banco de comprar una cantidad ilimitada de divisas a una tasa preanunciada hacía muy difícil manejar la política monetaria.

Gráfico 3  
Evolución de los TP, C.C. y TIT. canjeables



1/ Deflactor: IPC.  
Fuente: Banco de la República, SG - EE, Sección Moneda.

El Banco retomó el control monetario al iniciar el proceso de flotación dentro de una banda cambiaria. Sin embargo, el rápido crecimiento del gasto público en el primer semestre de 1994 y en general del gasto en la economía, llevó la tasa de cambio por debajo del centro de la banda cambiaria, y esto dificultó la decisión de subir las tasas de interés con fines estabilizadores en ese primer semestre. Ante el comportamiento de la inflación en ese semestre, fenómeno que hacía prever que no se lograrían las metas de precios anunciadas por la Junta, se hizo necesario insistir en no aceptar incrementos excesivos de liquidez en el segundo semestre de 1994.

## NOTAS

- 1 Véase, por ejemplo, S. Fisher (1993), «The Role of Macroeconomic Factors in Growth», *Journal of Monetary Economics*, 32, pp. 485-512.
- 2 Uribe, J. D., «Inflación y Crecimiento Económico en Colombia: 1951-1992», en *Crecimiento Económico - Teoría, Instituciones y Experiencia Internacional*, M. Aparicio y W. Easterly (Coordinadores).
- 3 El aumento en la demanda de  $M_1$  se debió al cambio en portafolio hacia activos en pesos y a la disminución en las tasas de interés.
- 4 Para un análisis detallado del sistema de bandas cambiarias en Colombia, véase M. Urrutia (1995), Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Vol. LXVIII, enero.