

NOTA EDITORIAL

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA DEL BANCO CENTRAL INDEPENDIENTE

La percepción sobre la política económica en Colombia es con frecuencia dominada por el análisis de la coyuntura. Por ello es útil una visión de más largo plazo respecto a las políticas monetaria y cambiaria que el Banco de la República ha seguido desde cuando se estableció la independencia de la banca central en la Constitución Política de 1991. Más aún, si se considera que al tiempo que se daba esa transición hacia la independencia del Emisor se presentaban reformas de orden económico de gran envergadura e impacto sobre la economía colombiana y un contexto internacional de alta volatilidad.

En este documento se presenta un recuento de lo que fueron las condiciones para la implementación de políticas económicas en el marco de la transición hacia la banca central independiente, haciendo énfasis en las políticas monetarias y cambiarias del Banco de la República, entidad que ostenta la responsabilidad constitucional en esta materia.

I. UN NUEVO MARCO INSTITUCIONAL

En el marco de la nueva Constitución colombiana de 1991, el Banco de la República se establece como la autoridad monetaria, cambiaria y

crediticia de Colombia. Dentro de esta nueva estructura, el Banco fija de acuerdo con el Gobierno Nacional los objetivos de la política monetaria y es independiente en la implementación de las políticas. La Constitución también establece que el Banco debe velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda colombiana. Para mantener su independencia, la Constitución estableció que los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República habrían de ser elegidos por períodos de cuatro años prorrogables, siendo sólo dos de ellos reemplazados cada cuatro años. De esta manera se redujo la capacidad de influencia del Gobierno sobre las decisiones de la autoridad¹.

La nueva estructura del Banco de la República aparece en un entorno económico y político que trajo consigo cambios significativos. A principios de la década de los noventa la economía colombiana fue expuesta a una mayor competencia de productos del exterior y se comenzó a desmantelar el control de cambios, como parte de la aceleración del proceso de internacionalización que se había puesto en marcha en 1989.

Los controles a las transacciones en moneda extranjera se eliminaron, lo que supuso la necesidad de “crear” el marco institucional y de política para el funcionamiento de un mercado cambiario libre. Este fue uno de los cambios sustantivos que trajeron las reformas. Para entonces, el país llevaba 25 años con una tasa de cambio ajustada mediante devaluaciones administradas diariamente, fijándose una tasa a la cual el Emisor compraba y vendía todas las divisas que se ofrecían o demandaban. Adicionalmente, todas las operaciones de cambio se hacían por el Banco de la República y dentro de reglamentaciones detalladas expedidas por éste.

Paralelo al proceso de internacionalización de la economía, se privatizaron varias empresas públicas y bancos y se inició un proceso de desregulación del sistema financiero, lo que, a su vez, supuso retos al Banco de la República como autoridad fuente de liquidez de última instancia.

Las reformas fueron necesarias y deseables en la coyuntura de la época, pero no hicieron fácil el manejo de la política monetaria, pues éstas se dan en una época de desequilibrios macroeconómicos: alta inflación, déficit en cuenta corriente, e ingresos de capital en momentos en que se libera la cuenta de capital.

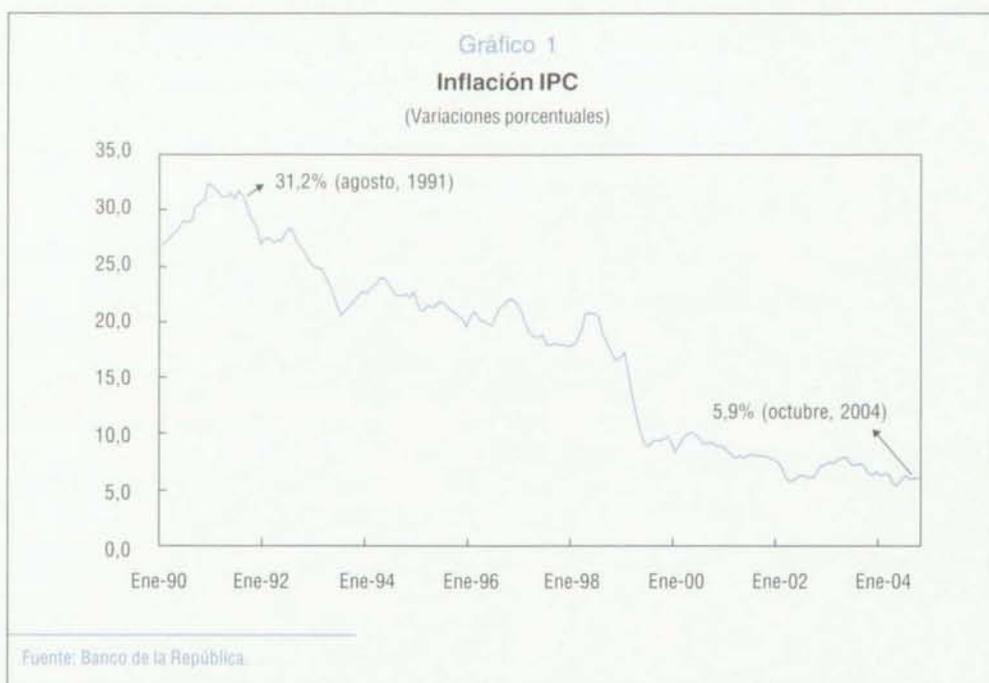
¹ *Constitución Política de Colombia*, 1991, Título 12, capítulo 6.

II. LOS RETOS DE POLÍTICA EN LOS AÑOS NOVENTA

A principios de la década de los noventa las tasas de inflación de la economía colombiana se habían mantenido en un rango del 20% al 30% anual durante los 25 años previos. En agosto de 1991, cuando el Banco empieza a funcionar dentro del nuevo marco institucional, la inflación anual había llegado a 31,2% (Gráfico 1).

Al iniciar labores, el principal reto que enfrentó el Banco fue cómo manejar el incremento en los flujos de capital bajo el tradicional esquema de devaluación gradual existente hasta entonces. El fenómeno del aumento en los flujos de capital no era exclusivo para Colombia: los demás países de América Latina también recibían entonces importantes flujos de divisas².

En un comienzo los ingresos de divisas entraron no como préstamos registrados, sino acudiendo a la sobrefacturación de exportaciones. A partir de 1993 los flujos de divisas empezaron a registrarse como entradas de capital³.



² Referencias a la llegada masiva de capitales a América Latina en la primera mitad de los noventa pueden encontrarse en Calvo *et al.* (1993a y 1993b).

³ Uribe (1995).

El régimen cambiario existente en el momento implicaba grandes emisiones para la compra de las crecientes reservas internacionales, las cuales, de acuerdo con el objetivo legal del Banco de reducir la inflación, se intentaba esterilizar mediante intervenciones masivas en el mercado a través de la venta de títulos de participación del mismo Emisor (Gráfico 2). Esta política resultó en un aumento importante de la tasa de interés, que se temía indujera el ingreso de más capitales.

En un régimen de inflaciones altas, cercanas a 30% anual, la única alternativa práctica para bajar la inflación en este contexto era reducir el crecimiento de los agregados monetarios, ya que la inflación es en el largo plazo un fenómeno monetario⁴.

Sin embargo, la defensa de la tasa de cambio en presencia de masivas entradas de divisas hacía difícil el control de la base monetaria (gráficos 3A y 3B). Los ingresos de capitales seguían generando emisión y presiones monetarias aun con los certificados de cambio de mayores plazos que se emitieron en ese entonces.

Debido al ingreso masivo de capitales y al efecto nocivo que la esterilización tenía sobre las tasas de interés, elevándolas a niveles que aumen-



⁴ Varios estudios empíricos muestran para el caso colombiano la relación de largo plazo entre los agregados monetarios y la inflación, véase por ejemplo, Urrutia (1998) y Misas *et al.* (2002).

Gráfico 3
Base Monetaria

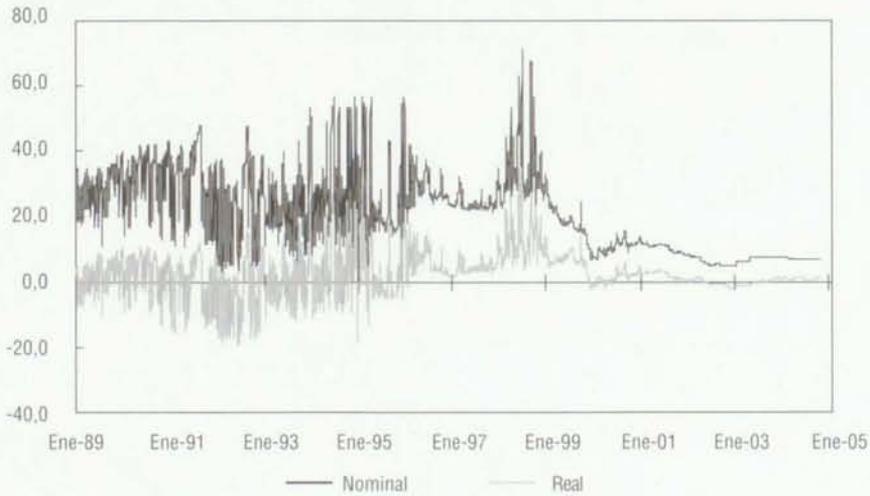


(*) IPC 1998.12 =100

Fuente: Banco de la República.

tarían aún más los flujos de capital, el Banco de la República resolvió no esterilizar todo el crecimiento. El aumento acelerado de la colocación de títulos de participación que se observa en el Gráfico 2 también era costoso. El pago de los intereses de los títulos de participación generaba cuantiosas pérdidas cuasifiscales al Banco de la República, las cuales, según las nuevas normas del Banco, requerían ser cubiertas por el presupuesto nacional (Gráfico 4).

Gráfico 4
Tasa intercambiaria diaria



Fuente: Banco de la República.

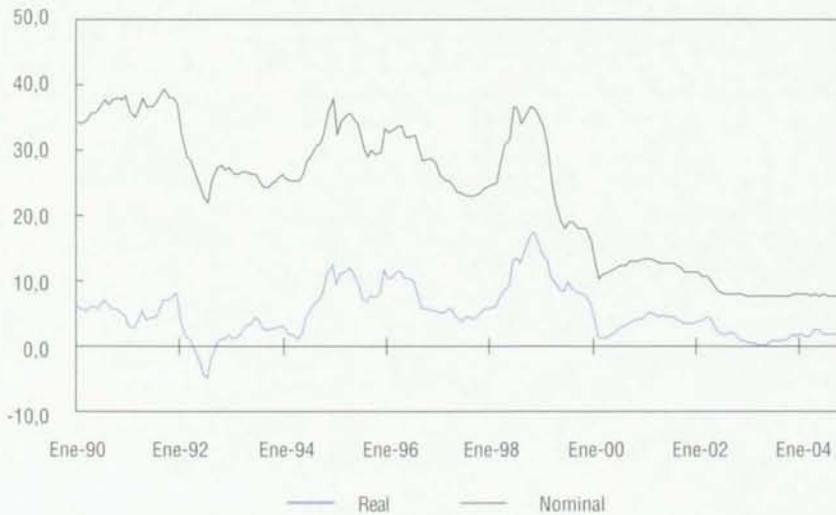
Se consideró que parte del aumento de la base monetaria y los medios de pago ampliados (M3) respondían a un cambio de portafolio por mayor demanda de activos en pesos y por eso no era generador de inflación. Sin embargo, el aumento en los agregados monetarios llevó a la DTF a niveles reales negativos en 1992 (Gráfico 5). Como era de esperarse, esto llevó a un recrudecimiento de la inflación a los 12 ó 18 meses. Ese fue el costo de la emisión en defensa de la tasa de cambio en 1992 y 1993.

III. EL RÉGIMEN DE BANDA CAMBIARIA Y LA TRANSICIÓN HACIA LA FLOTACIÓN

Bajo el supuesto de que los ingresos de capitales eran temporales, se aumentaron los plazos de los certificados de cambio para diferir en el tiempo las emisiones monetarias⁵. Sin embargo, los capitales siguieron llegando y se hizo necesaria una reforma al régimen cambiario al inicio de 1994. El 21 de enero de 1994 las autoridades monetarias eliminaron los certificados de cambio y adoptaron un sistema de bandas de flotación de la tasa de cambio para poder retomar el control de los agregados monetarios.

⁵ Los agentes que reintegraban divisas al país recibían certificados de cambio denominados en dólares redimibles a la vista hasta junio de 1991, a tres meses desde junio y a un año a partir de octubre de ese año.

Gráfico 5
Tasas de interés de captación



Fuente: Banco de la República.

En ese momento se generó una gran presión gremial y política sobre el Banco de la República para que este evitara la revaluación del peso. Se presentó oposición al sistema de banda cambiaria porque hubo una pequeña revaluación en el momento de su establecimiento. Sin embargo, el régimen de banda cambiaria tenía precisamente el propósito de ponerle un piso a la tasa de cambio nominal (Gráfico 6).

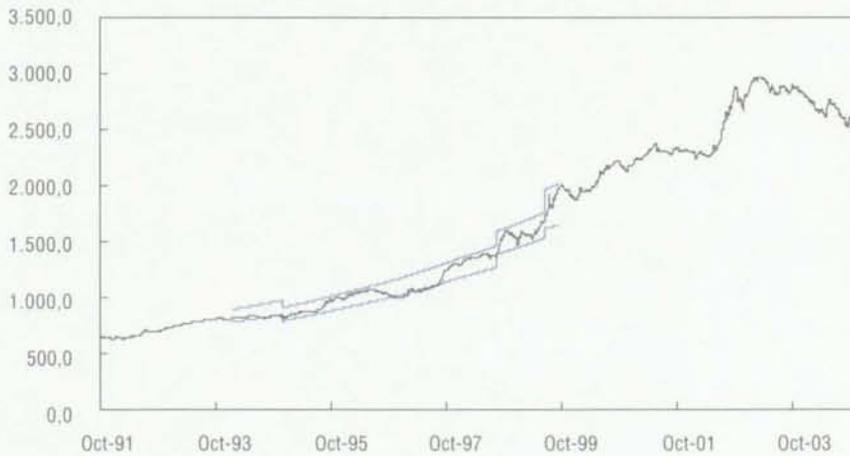
Sin embargo, a pesar de los esfuerzos del Banco de la República por no dejar revaluar la tasa de cambio, en noviembre de 1994 la tasa representativa del mercado tocó el límite inferior de la banda. En ese momento, entre las tres opciones que contempló el Emisor se optó por revaluar en 7,0% la banda cambiaria en diciembre de 1994⁶.

Como se explica en Urrutia y Fernández (2000), las críticas al régimen de bandas fueron duras, pues había permitido una revaluación nominal.

Una demostración de que el régimen de banda cambiaria funcionó bastante bien, se dio en dos coyunturas: durante la crisis política del gobierno Samper se evitó una corrida frente al peso y durante la época de

⁶ En Urrutia (1995) se hace una presentación detallada de las tres opciones de política cambiaria que la autoridad contempló en ese momento, ante la imposibilidad de mantener la banda cambiaria establecida a comienzos de 1994.

Gráfico 6
Tasa representativa del mercado
(Pesos por dólar)



Fuente: Banco de la República.

las privatizaciones en 1996 y la nueva oleada de flujos de capital de 1996 a 1997 se impidió una fuerte revaluación. En el primer caso, el tope de la banda funcionó, y en el segundo, se pudo sostener el piso.

Pero la economía no dejó de estar sujeta a nuevos vaivenes provenientes del exterior. Debido a los fuertes choques a los términos de intercambio y la disminución de los flujos de capital como consecuencia de las crisis asiática y rusa, los fundamentales de la economía se alteraron. Cayó dramáticamente la oferta de divisas y aumentó la demanda de dólares. Para facilitar el ajuste a esta situación la banda cambiaria se devaluó dos veces (el 2 de septiembre de 1998 y el 27 de junio de 1999), facilitando una devaluación nominal de 27%.

En los organismos internacionales hubo un desencanto con los regímenes cambiarios intermedios como el de las bandas. En el caso del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Tesoro norteamericano, por la mala experiencia con esos regímenes en el momento de la crisis asiática. En Colombia el régimen de bandas también estaba creando dificultades cuando se llegaba al techo, pues en ese momento había incentivos a comprar reservas, con la ilusión de una próxima devaluación que generaría utilidades de corto plazo. Esta actitud se reforzaba porque los operadores sabían que al Gobierno le interesaba la devaluación y se sabía que sería difícil mantener una posición diferente a la del Tesoro y el Fondo.

Para preparar la economía con el fin de que el cambio hacia la flotación no fuera traumático, se iniciaron conversaciones en torno a un acuerdo extendido con el FMI, el cual les daría seguridad tanto a los operadores nacionales como a los internacionales de que se tenía una política económica sostenible y fondos suficientes para evitar una devaluación desenfrenada al iniciar la flotación. El acuerdo con el FMI fue por 1.957 millones de derechos especiales de giro (DEG) que correspondía aproximadamente a US\$2.700 millones. Adicionalmente, el Gobierno Nacional negoció cuantiosos desembolsos con el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo para el año 2000.

En septiembre de 1999, después de que el FMI aprobara el paquete de ajuste, se liberó la tasa de cambio. Es muy importante resaltar cómo esta transición hacia la flotación se logró entonces con total calma en el frente cambiario (Gráfico 6). Este constituye un caso excepcional, contrario a lo que ocurrió en México, Brasil, Argentina y varios países asiáticos en las semanas que siguieron al inicio de la flotación. En Colombia, por el contrario, la tasa de cambio se revaluó brevemente. Esto muestra, también, que los ajustes previos a la banda cambiaria mantuvieron la competitividad de la tasa de cambio en los niveles requeridos por las nuevas condiciones.

IV. LA CRISIS DE 1998 A 1999 Y LA POLÍTICA DE RECUPERACIÓN

La situación económica se deterioró sensiblemente en 1998 y en los primeros meses de 1999, principalmente como resultado de choques externos y la crisis en el sector de la finca raíz.

La recesión de 1999 tuvo como causa principal la crisis internacional. Como se explica en Urrutia (2002), la reversión de los flujos de capital en 1999 produjo un ajuste violento en el gasto. En el primer trimestre de 1998, la cuenta corriente de la balanza de pagos tenía un déficit de 8% del Producto Interno Bruto (PIB) que dejó de ser financiado por los mercados internacionales después de las crisis asiática y rusa. Hasta el punto de que en el segundo trimestre de 1999 la cuenta corriente estaba en equilibrio. Esto significa que en un período de 15 meses el gasto de la economía cayó en 8% del PIB.

La primera crisis de fin de siglo, sin embargo, fue la experimentada en el sector de finca raíz. El crédito hipotecario creció aceleradamente desde

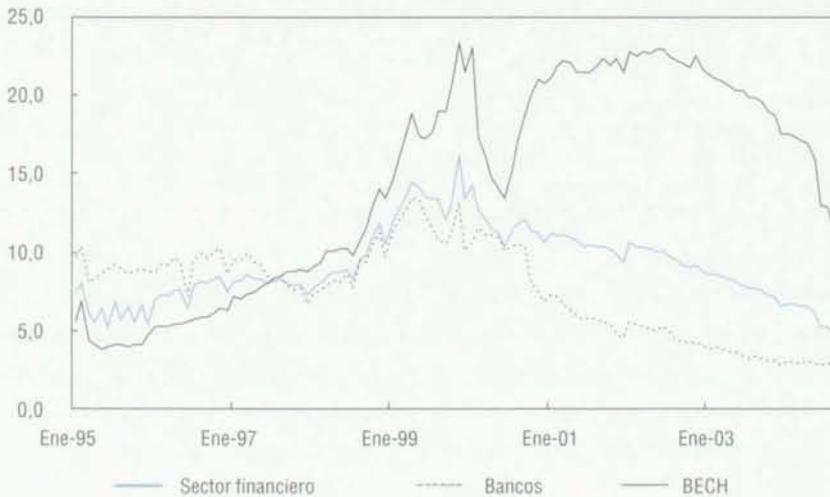
1993, lo cual generó una burbuja especulativa en los precios de la vivienda. El punto más alto del auge en el precio de la vivienda usada para Bogotá se presenta durante el segundo semestre de 1994 (Gráfico 7). Este crecimiento en los precios de la vivienda no era sostenible y su descolgada se inició en 1995. El fin de la burbuja de precios inevitablemente llevó a una crisis en las entidades de ahorro y préstamo especializadas en crédito hipotecario cuando el valor de los inmuebles cayó por debajo de su precio de garantía para los préstamos (Gráfico 8). La combinación de la desinflada en los precios de la finca raíz con mayores tasas de interés gestó la crisis financiera de los bancos y entidades especializadas en crédito hipotecario (BECH). La cartera hipotecaria se deterioró rápidamente (Gráfico 8).

Adicionalmente, la crisis internacional llevó a un aumento en los *spreads* de todos los países en desarrollo y en consecuencia a aumentos en las tasas de interés en 1998. Este aumento en las tasa de interés ocurre más de dos años después de que se desinfló la burbuja de la propiedad.

Algunos analistas han planteado que la política monetaria fue costosa porque aumentó en forma desmedida el desempleo en el país. Pero eso es adjudicar la responsabilidad de la crisis a las acciones de la autoridad



Gráfico 8
Calidad de la cartera
total del sistema financiero, bancos y BECH
 (Cartera vencida / Cartera total)



Fuente: Banco de la República.

monetaria, que incluso tuvo que abandonar sus objetivos para enfrentar una salida masiva de capitales, y una parada súbita en el refinanciamiento de las obligaciones privadas y públicas del país. El Gráfico 3B muestra que en 1999 no hubo una gran restricción en la base monetaria.

A todo lo largo de su corta historia como banco independiente, la política de desinflación se ha hecho de manera muy gradual, planteando metas moderadas, precisamente para evitar costos en el empleo y el producto.

El Banco de la República suministró toda la liquidez necesaria a los bancos solventes, sin generar una crisis inflacionaria. El Gobierno Nacional, a través del Fogafin, le brindó con posterioridad apoyo patrimonial a la banca privada con problemas de liquidez y a la banca estatal insolvente.

La crisis financiera se enfrentó de manera temprana y efectiva, y su costo fue bajo si se compara con casi todas las crisis similares a nivel internacional.

Los análisis técnicos preveían una desaceleración de la economía en 1999, pero no la profundidad de la recesión. La crisis cambiaria, sin

embargo, hizo imposible ejecutar una política de bajas tasas de interés en plena crisis de reversión en los flujos de capital. Pero apenas se comenzó a flotar, la Junta Directiva del Banco de la República redujo las tasas de interés y continuó reduciéndolas constantemente hasta el año 2000, y después de esto, las ha mantenido en niveles históricamente bajos (Gráfico 9). El esquema de inflación objetivo, como se verá adelante, hizo posible esta política anticíclica y una mayor estabilidad en la tasa de interés (Gráfico 10).

Varios comentaristas han culpado a las altas tasas de interés de 1998 de la crisis económica de 1999, y hablan de tasas del 80%. Vale la pena comentar que la tasa interbancaria fue alta en algunos días de ataque cambiario, pero estas no duraron (Gráfico 10) y no afectaron las tasas activas o la DTF. Los gráficos 7 y 9 muestran estas tasas más relevantes para la economía y los niveles no son exagerados, y no superiores a los observados durante la crisis cambiaria de los años ochenta.

El objetivo de la autoridad monetaria para entonces era crear todos los incentivos posibles para reactivar la inversión, el consumo y el crédito del sector financiero, en tanto la economía estaba por debajo de su potencial de crecimiento.

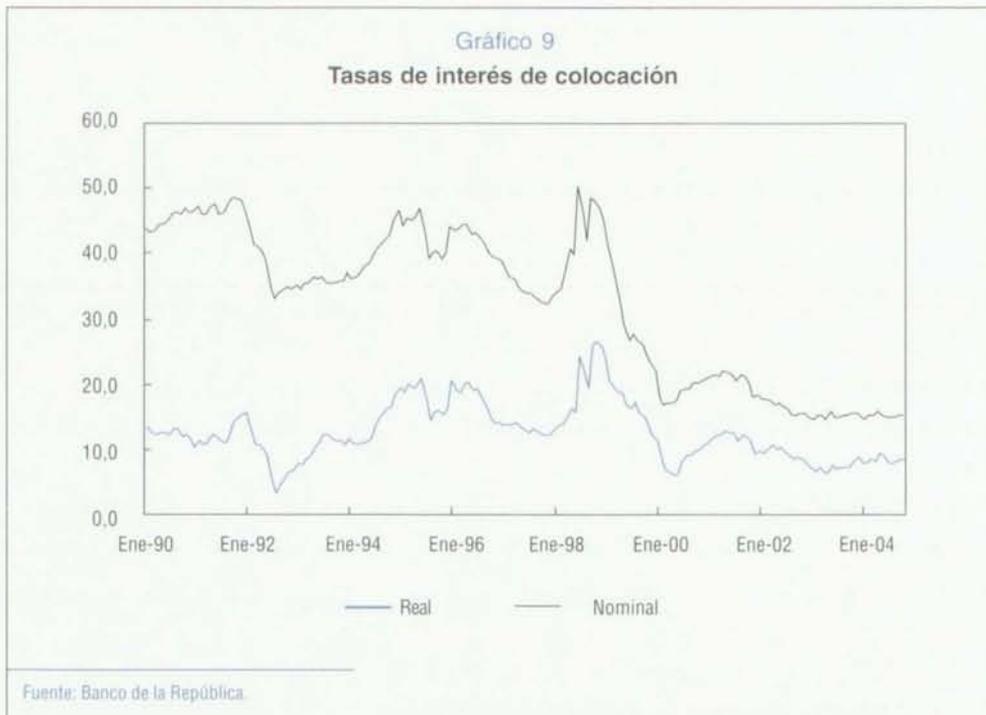
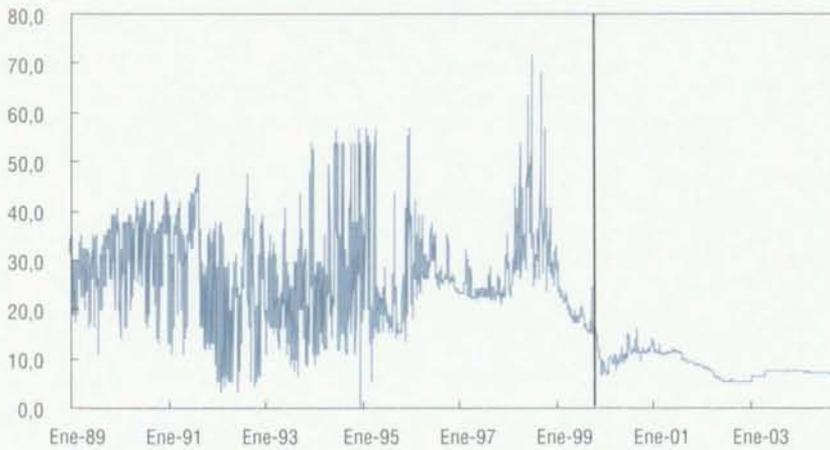


Gráfico 10
Tasa interbancaria nominal diaria



Fuente: Banco de la República.

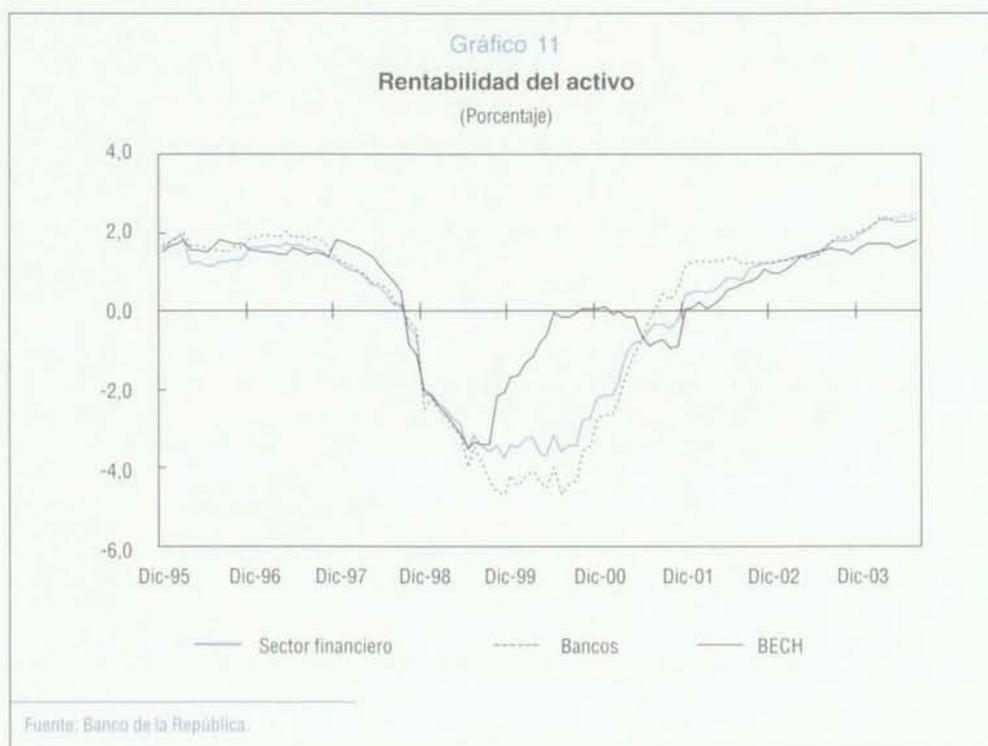
La política de bajas tasas de interés interbancarias también le ayudó al sector financiero a recuperar sus márgenes de intermediación y fortalecer sus balances, requisitos para que el crédito volviera a crecer (Gráfico 11).

Durante todo el período posterior a la recesión de 1999, se otorgó abundante liquidez al sistema financiero y creció la relación de los agregados monetarios amplios al PIB.

Infortunadamente, dado el alto déficit fiscal en el momento de producirse la crisis, no fue posible contar con una política fiscal con fines contracíclicos. Esto retrasó la recuperación económica.

V. EL ESQUEMA DE INFLACIÓN OBJETIVO

La política anticíclica se facilitó por la adopción oficial por parte del Banco de la República del esquema de meta de inflación a partir del momento en que se permitió la flotación de la tasa de cambio en 1999. A pesar de que la adopción del esquema sólo se oficializó hasta esa fecha, este esquema se comenzó a adoptar desde la mitad de los años noventa. Para 1999 el Banco ya contaba con varios años de preparación técnica para su instauración.



En efecto, desde principios de la década de los noventa el Banco de la República empezó a definir metas de inflación, a elaborar modelos de pronóstico para la inflación y a producir un informe mensual de inflación para uso interno del mismo Banco. En 1998, en busca de aumentar la transparencia de sus políticas, el Banco de la República empieza a publicar un informe trimestral de inflación para el público⁷.

El esquema de política monetaria del Emisor ha evolucionado hacia un esquema de inflación objetivo flexible donde el principal objetivo es mantener una tasa de inflación baja mientras se busca estabilizar el crecimiento del producto alrededor de su tendencia de largo plazo.

Los objetivos del Banco combinan estabilidad de precios con el crecimiento máximo sostenible en el producto y el empleo.

El esquema de inflación objetivo representó un cambio fundamental que ha hecho posible mantener tasas de interés muy bajas y estables después de la crisis de 1999. En el Gráfico 10 se puede percibir con

⁷ Gómez *et al.* (2002) presentan una discusión acerca de la evolución de la política monetaria del Banco de la República hacia un esquema de inflación objetivo.

claridad el efecto de la transición sobre el nivel y volatilidad de la tasa de muy corto plazo, efectos que se reprodujeron sobre toda la estructura de tasas de interés de la economía a diferentes plazos. Al establecer que la toma de decisiones sobre la tasa de interés se basa primordialmente en aquello que los modelos del Banco dicen será la inflación en 12 ó 18 meses, se han podido ignorar algunos aumentos en los agregados monetarios que reflejan cambios en la demanda de dinero y no afectan las proyecciones de inflación.

Más importante aún, al operar bajo este esquema el Banco de la República pudo irrigar la liquidez que la economía requería para su recuperación, sin poner en peligro los logros alcanzados en materia de estabilización.

La decisión de adoptar el esquema de inflación objetivo fue posible una vez la economía colombiana se acercaba a niveles de inflación de un dígito. En ese momento el esquema hizo posible un manejo menos volátil de las tasas de interés al reducirse el énfasis en el control de los agregados monetarios y permitió mantenerlas en niveles bajos favoreciendo la recuperación económica. El énfasis en determinar la política con base en las proyecciones de inflación en lugar de un control de corto plazo sobre los agregados monetarios hizo posible sortear con éxito los aumentos de la base monetaria generados por el impuesto a las transacciones y los aumentos recientes en la demanda de efectivo.

VI. LA POLÍTICA MONETARIA Y EL SECTOR FINANCIERO

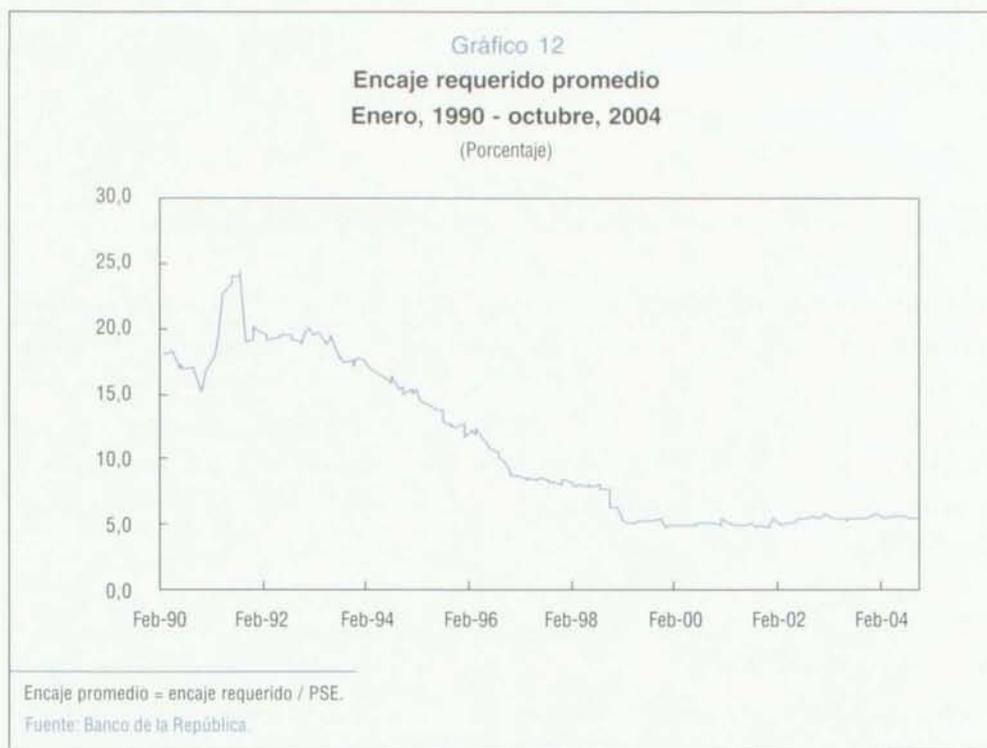
En la última década, la política monetaria ha permitido el desarrollo del sector financiero y facilitado la profundización del mercado de capitales. Todos los estudios hechos en Colombia han concluido que la disminución de la inflación era la condición necesaria para el desarrollo del sector financiero, y en efecto este fenómeno ha hecho posible la colocación de papeles del Estado y del sector privado a mediano plazo, y en algunos casos a plazos superiores a 10 años.

Esto es de gran importancia para empresas que requieren inversiones de tardío rendimiento, y ha hecho posible por primera vez la financiación con ahorro de largo plazo de la construcción. La crisis de 1998 demostró el peligro de financiar finca raíz con depósitos de corto plazo.

El desarrollo de títulos de tesorería (TES) de largo plazo a tasa fija, por otra parte, ha disminuido la vulnerabilidad de la economía al hacer posible sustituir deuda pública externa por deuda interna, evitando así los peligros de periódicos cierres del crédito externo generados por eventos ajenos a la economía colombiana. También hace menos vulnerable el gasto público al inmunizarlo contra subidas temporales en las tasas de interés, o una devaluación abrupta en el caso de la deuda externa.

La política monetaria también ha facilitado la modernización del sector financiero, al reducir la intervención administrativa e inestable de la labor de intermediación. La Junta no ha cambiado las inversiones forzosas, cosa que ocurría con frecuencia en el pasado; simplificó y redujo los encajes sobre los pasivos del sector financiero. Por ejemplo, el promedio de encajes pasó de ser muy alto en términos internacionales, lo cual le quitaba competitividad a los intermediarios nacionales y hacía muy complejo su manejo a niveles competitivos, a uno de 5,6% en la actualidad (Gráfico 12).

La política monetaria pasó de los cambios en encajes y controles directos a operaciones de mercado abierto (OMA). Esto a la vez le creó un mercado líquido a los títulos de tesorería.



Finalmente, se hicieron grandes avances en el sistema de pagos, lo cual elimina un potencial riesgo sistemático, y mejora la eficiencia de la intermediación.

VII. CONCLUSIONES

Durante los primeros 13 años de independencia el Banco de la República ha consolidado logros importantes para el bienestar de los colombianos. Durante este período la inflación se redujo de manera casi continua desde un 31,2% en agosto de 1991 a un 5,9% en agosto de 2004 (Gráfico 1). Sin duda, el resultado en materia de inflación tuvo que ver con el diseño institucional para la política monetaria y cambiaria, cuyo pilar principal es la independencia del Banco emisor. Este nuevo diseño institucional le permitió a Colombia alcanzar y mantener estándares mundiales de baja inflación. Inflaciones altas del 25% o el 30% se habrían convertido en un obstáculo muy grande para la inversión extranjera, la actividad económica y el desarrollo del mercado de capitales. Adicionalmente, con inflaciones bajas es más fácil mantener la competitividad de la tasa de cambio ante choques no coincidentes de precios y salarios.

La baja inflación tuvo una importante consecuencia adicional que fue permitir la profundización del mercado de capitales, en el cual el Gobierno puede financiar una mayor parte de sus necesidades. Esto le brinda un poco más de autonomía al país frente a los acreedores internacionales.

Aun cuando la política económica se enfrentó a difíciles coyunturas, no dudamos en calificar como bueno el manejo que se dio a las diferentes situaciones de crisis y en particular a la recesión de 1999. Se pudo dar apoyo de liquidez a los bancos viables sin generar presiones inflacionarias durante la crisis financiera. En el frente cambiario se dio una transición desde un régimen de protección e inexistencia del mercado de divisas hacia uno de libertad. El sistema de bandas se fue ajustando periódicamente para no afectar la competitividad, y se logró mantener un relativo orden en el frente cambiario evitando los dramáticos resultados de otros países de América Latina.

Por su parte, el esquema de inflación objetivo hizo posible un manejo menos volátil de las tasas de interés y permitió mantenerlas en niveles bajos después de 1999, favoreciendo la recuperación económica.

La ausencia de un panorama fiscal más despejado ha sido, sin embargo, un motivo constante de preocupación para la autoridad monetaria. Principalmente, porque la ausencia de un mayor espacio de maniobra en materia fiscal ha impedido que la política fiscal opere de manera contracíclica, lo cual ha generado presiones mayores sobre el lado monetario de la política económica.

Se volvió común echarle la culpa de los problemas de la segunda parte de los años noventa a la revaluación cambiaria de la primera parte de la década. Pocos comentaristas aclaran que un banco central no puede fácilmente evitar una revaluación ante flujos masivos de capital, ni que el Banco de la República hizo todo lo que estaba a su alcance para evitar esa revaluación. Sólo algunos comentaristas han planteado lo obvio: que ante el gasto público desbordado, y financiado en buena parte con crédito externo, la revaluación era inevitable. El Banco realizó dos seminarios internacionales en los años noventa buscando que académicos colombianos e internacionales analizaran precisamente este punto, pero sin mayor éxito entre los comentaristas y analistas de opinión.

Cuando en 2004 se produce una revaluación por la reducción en la salida de capitales, muchos olvidan por completo la lección de 1994 a 1997, y han clamado por la intervención del Banco de la República. El Emisor, nuevamente, ha hecho todo lo que está a su alcance para evitar una fuerte revaluación, pero es claro que la solución, al igual que hace una década, pasa por una reducción del déficit fiscal y un financiamiento en moneda local del mismo.

*Miguel Urrutia Montoya**
Gerente General

* Presentación en el Seminario Macroeconómico "La economía colombiana de cara a 2005", organizado por ANIF y Fedesarrollo. Esta Nota Editorial fue elaborada con la colaboración de Juana Téllez. Las opiniones aquí expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República y son de la responsabilidad del Gerente General.

REFERENCIAS

- Calvo, G.; Leiderman, L.; Reinhart, C. (1993 a). "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors", en *International Monetary Fund*, Staff Papers, No. 40, pp. 108-151.
- Calvo, G.; Leiderman, L.; Reinhart, C. (1993b). "Inflows of capital to developing countries in the 1990s", en *Journal of Economic Perspectives*, No. 10, pp. 123-139.
- Gómez, J.; Uribe, J.; Vargas, H. (2002). "The implementing of inflation target in Colombia", en Borradores de Economía, *Banco de la República*, No. 202.
- Jaramillo, S. (2004). "Precios inmobiliarios en el mercado de vivienda en Bogotá, 1970-2004", en Documento CEDE-42.
- Misas, M.; Posada, C. E.; Vásquez, D., (2001). "¿Está determinado el nivel de precios por las expectativas de dinero y producto en Colombia?", en Borradores de Economía, *Banco de la República*, No. 191.
- Uribe, J. D. (1995). "Flujos de capital en Colombia: 1978-1994", en *Revista del Banco de la República*, No. 807, enero.
- Urrutia, M. (1998). "Historia del Banco de la República y la inflación", en *Revista del Banco de la República*, No. 850, agosto.
- _____ (2002). "Una visión alternativa: la política monetaria y cambiaria en la última década", en Borradores de Economía, *Banco de la República*, No. 207.
- _____; Fernández, C. (2000). "La opinión pública y la política cambiaria: el caso colombiano", en *Coyuntura Económica*, Vol. XXX, No. 3, pp. 173-202.