

# *De la Junta Monetaria a la Junta Directiva del Banco de la República: una historia de dos consensos tecnocráticos<sup>1</sup>*

Por:  
*Armando Montenegro*

Palabras clave: *Política monetaria, política  
cambiaria, Colombia.*

Keywords: *Monetary policy, exchange rate  
policy, Colombia.*

JEL: N16, E58

*De la Junta Monetaria a la Junta Directiva  
del Banco de la República: una historia de  
dos consensos tecnocráticos*

*From the Monetary Board to the Board of  
Directors of the Central Bank: A Tale of Two  
Technocratic Consensuses*

*Primera versión recibida el 20 de marzo  
de 2024; versión final aceptada el 6 de  
mayo de 2024*

*Coyuntura Económica.  
Volumen LIV, diciembre de 2024, pp 11-36.  
Fedesarrollo, Bogotá – Colombia*

## Resumen

*En este documento se describen las características de dos regímenes de política monetaria y cambiaria: el de la Junta Monetaria y el control de cambios, entre los años sesenta y noventa del siglo pasado; y el de la inflación objetivo y la flotación cambiaria, a cargo de la Junta Directiva del Banco de la República independiente, desde comienzos de siglo hasta la actualidad. Ambos regímenes fueron liderados por tecnócratas y generaron un amplio consenso entre los actores de la economía colombiana. Se describe también el manejo monetario y cambiario en la difícil transición entre los dos regímenes a lo largo de la última década del siglo XX.*

## Abstract

*This document describes two different monetary and foreign exchange regimes, both guided by technocrats, which enjoyed wide consensus among the actors and agents of the Colombian economy: (i) the Monetary Board and the exchange control regime, from the 1960's until the beginning of the 1990's, and (ii) the framework of Inflation Targeting and floating exchange rate, operated by the Board of Directors of the independent Banco de la República. It also describes the complicated transition between these two regimes during the last decade of the XX century.*

---

1 Agradezco especialmente a José Darío Uribe sus valiosos aportes a la versión preliminar de este trabajo. Gracias también a Sergio Clavijo y Roberto Steiner por sus sugerencias y comentarios. Sobra decir que todo lo aquí expuesto es de mi exclusiva responsabilidad.

## I. Introducción

---

El objetivo de estas notas es describir cómo, después de un período de transición ocurrido a lo largo de la década de los noventa, el país pasó de tener un consenso tecnocrático sobre el manejo cambiario y la política antiinflacionaria –el consenso de la Junta Monetaria y el control de cambios, que rigió desde los sesenta hasta comienzos de los noventa–, a otro consenso centrado en un Banco de la República independiente, el de la inflación objetivo y la flotación cambiaria, que rige desde comienzos de este siglo.

El consenso tecnocrático se refiere a la aceptación relativamente generalizada de los instrumentos, de las políticas y de la respuesta a los problemas económicos por parte de expertos y especialistas, los tecnócratas. Ese consenso involucra a amplios grupos de economistas, funcionarios públicos, agencias internacionales, gremios, sector financiero y, en general, a la comunidad académica.

La formación de un consenso tecnocrático le otorga legitimidad a las políticas y decisiones que de este se derivan; es decir, que estas decisiones son aceptadas y acatadas por amplios grupos de personas que las ven como medidas correctas y necesarias. Esta convicción va más allá de su sometimiento a la legalidad o a las bases jurídicas de las determinaciones de los organismos tecnocráticos.

En la práctica, la existencia del consenso y la legitimidad de dichos arreglos tecnocráticos se confirma por la ausencia de un número significativo de voces influyentes que en su momento objetaran la existencia y naturaleza de las decisiones de la Junta Monetaria, el control de cambios y, en los últimos años, la independencia del Banco de la República y sus políticas monetarias y cambiarias.

En la transición entre los dos consensos tecnocráticos tuvieron lugar los primeros años de la Junta Directiva del Banco de la República independiente. En ese

periodo se hicieron numerosas reformas en Colombia, entre ellas la apertura económica, la eliminación del control de cambios y la liberación del movimiento de capitales. En materia de políticas de la banca central, se mantuvieron varios principios y prácticas del manejo de la Junta Monetaria y se ensayaron nuevos instrumentos monetarios y cambiarios. Los resultados, sin embargo, no reflejaron un mejor comportamiento de la inflación, que se mantuvo elevada, semejante a la de los años de la Junta Monetaria.

Más adelante, en medio de la convalecencia de la economía colombiana de la gran crisis del final del siglo XX, se adoptó con éxito la flotación cambiaria y la estrategia de la inflación objetivo. Los logros de esta estrategia, la reducción de la inflación y la adopción de políticas monetarias anticíclicas constituyen un progreso institucional importante que le trajo beneficios al país y que logró consolidar un verdadero consenso tecnocrático sobre el manejo especializado y técnico de la política monetaria y cambiaria.

Este documento está dividido en cinco partes, la primera de las cuales es esta introducción. La segunda caracteriza el consenso alrededor de la Junta Monetaria y el control de cambios. En la tercera se describen los primeros años de la Junta Directiva del Banco de la República independiente. La cuarta se ocupa de describir el origen y las bases de la estrategia de la inflación objetivo. En la última se consignan las conclusiones.

## II. El consenso tecnocrático del control de cambios y la Junta Monetaria

---

La política monetaria y financiera de Colombia entre 1963 y 1991 estuvo a cargo de la Junta Monetaria, un organismo que encarnó algunas de las principales características del Frente Nacional, en especial el clima de acuerdos entre los partidos políticos tradicionales y sus grandes dirigentes, y, en especial, la cercanía de los

gobiernos de la época con las principales empresas y gremios del sector privado<sup>2</sup>.

### A. *Creación y operación de la Junta Monetaria*

La Ley 21 de 1963 delegó el manejo monetario y crediticio de Colombia en la Junta Monetaria, un organismo controlado por el Gobierno, con la presencia de varios ministros, el director del Departamento Nacional de Planeación y otros funcionarios<sup>3</sup>. El gerente del Banco de la República era un importante miembro de esa Junta y el Emisor era el principal ejecutor de sus decisiones.

Dos conceptos centrales guiaron la creación de la Junta Monetaria. En primer término, sus promotores lograron el objetivo de que fuera el Gobierno, y no una entidad independiente con fuerte influencia de banqueros privados, la que fijara la política monetaria y de crédito en Colombia. En segundo término, la creación de este organismo se inscribió en la idea en boga en esos años de que las tareas y funciones de la banca central y las políticas monetarias y financieras debían ser un componente fundamental del esfuerzo de desarrollo económico y social.

Esta orientación, desarrollada bajo la influencia de las ideas de la Cepal, puesta en marcha en la década de los años cincuenta y que se mantuvo durante el Frente Nacional y varios años después, hacía parte de una serie de políticas de fuerte intervención en la economía en favor de empresas y sectores considerados estratégicos y cercanos a los gobiernos. La economía estaba fuertemente protegida de la competencia externa por medio de altos aranceles y controles cuantitativos; las importaciones eran administradas por el Incomex

(Instituto de Comercio Exterior) y sus licencias favorecerían, especialmente, a empresas importadoras de insumos y bienes de capital, y la inversión extranjera era fuertemente regulada y tratada con desconfianza y prevención.

En este panorama, una de las funciones de la Junta Monetaria era asegurar la asignación de abundante crédito de fomento –subsidiado– a grandes empresas, y, en numerosas ocasiones, de cupos de emisión primaria al Gobierno y a ciertas firmas del sector privado.

Este sistema de creación y asignación del dinero y del crédito se mantenía dentro de parámetros relativamente razonables por la intervención de la tecnocracia, constituida por los líderes del equipo económico y su grupo de técnicos. Los documentos a partir de los cuales la Junta Monetaria tomaba sus decisiones eran producidos por dos asesores de tiempo completo. Estos funcionarios eran economistas calificados y sus recomendaciones eran la base de las discusiones y las determinaciones que tomaba la Junta en sus reuniones semanales<sup>4</sup>. Este fue uno de los elementos que contribuyó a evitar los excesos inflacionarios que se produjeron en otros países de América Latina.

Durante su existencia, la Junta Monetaria, al lado del Banco de la República, el ministerio de Hacienda y el Departamento Nacional de Planeación –y con el Conpes–, fue un organismo central de la tecnocracia colombiana, responsable del desempeño de la economía durante varias décadas. Los ministros de Hacienda, el director del DNP y los gerentes del Emisor, quienes constituían el núcleo de los equipos económicos de los distintos gobiernos, discutían, concebían y dirigían la política económica del país en el seno de la Junta Monetaria. Esos equipos estuvieron a cargo del mane-

2 Sobre la creación y antecedentes de la Junta Monetaria, ver Ibáñez (1990), "La Junta Monetaria", en Meisel y López (editores) (1990), pp. 505-540.

3 También asistían a la Junta Monetaria el director del Incomex, el superintendente bancario y el secretario económico de la Presidencia. Con base en las facultades otorgadas por la Ley 21 de 1963, el Gobierno expidió el decreto 2206 de ese año, que precisó las facultades de la Junta Monetaria.

4 Fueron asesores de la Junta Monetaria: Hernando Gómez Otálora, Álvaro López Toro, Jorge Ruiz Lara, Miguel Urrutia, Leonel Torres, Francisco Ortega, Jorge García, Luis Eduardo Rosas, Juan Camilo Restrepo, Eduardo Sarmiento, Juan Carlos Jaramillo, Fernando Montes, Carlos Caballero, Manuel Ramírez, Armando Montenegro, Gilberto Gómez, Rudolf Hommes, Javier Fernández, Jaime Jaramillo, Ulpiano Ayala y Hernando José Gómez.

jo de episodios tan importantes para la economía colombiana como la crisis cambiaria de 1967, la bonanza cafetera de 1975 y los años siguientes, así como la crisis macroeconómica de 1982 y 1983.

La Junta Monetaria no tenía el mandato legal o constitucional de mantener la estabilidad de precios<sup>5</sup>. Como se dijo antes, este organismo fue, ante todo, el arquitecto y ejecutor de las funciones de control y orientación del crédito en la economía y, desde la expedición del decreto 444 de 1967, el administrador del control de cambios<sup>6</sup>. Las normas de aquellos años no imponían objetivos de carácter macroeconómico a las autoridades.

En la época de la Junta Monetaria, la inflación se elevó de cifras cercanas al 10 % anual en la década de los años sesenta, a tasas entre el 20 y el 30 % anual entre los años setenta y ochenta del siglo pasado. Como se trataba de una inflación elevada pero bastante estable, el país se acostumbró a que sus precios crecieran en esas magnitudes y se acomodó a esta realidad por medio de la indexación, o sea, el aumento de precios, salarios, contratos y otras variables nominales de acuerdo con un ritmo semejante al de la inflación pasada<sup>7</sup>.

El país se indexó, en buena parte, como resultado de las acciones de las mismas autoridades, entre ellas, el manejo de la tasa de cambio, las minidevaluaciones del famoso *crawling peg*<sup>8</sup>, el sistema de ahorro y crédito

de valor constante (UPAC) y algunos bonos de valor constante. A partir de estas determinaciones, los salarios, los arriendos, los precios de los combustibles, los servicios públicos y prácticamente todos los contratos de la economía se comenzaron a ajustar periódicamente para protegerse de la inflación pasada, de tal manera que esta adquirió el carácter que entonces se denominó inercial.

Si bien la reducción de la inflación no era una prioridad, la Junta Monetaria hacía un seguimiento del crecimiento de la cantidad de dinero en circulación. En esta materia, el trabajo técnico de la Junta, en cabeza de sus asesores, seguía los principios del llamado monetarismo: como se pensaba que existía una relación estrecha entre el aumento de la cantidad de dinero y el crecimiento de los precios, se analizaba y se estimaba el comportamiento de un agregado monetario, la base monetaria o el M1. Los asesores le presentaban a la Junta los presupuestos de expansión de la base monetaria<sup>9</sup>. En esos ejercicios se estimaba con detalle el crecimiento de las reservas internacionales y de las fuentes del crédito primario a favor del Gobierno y del sector privado. Si se encontraba que el crecimiento previsto de la base era excesivo, se tomaban medidas contraccionistas compensatorias, como alzas de encaje, depósitos de importaciones o, desde finales de la década de los ochenta, operaciones de mercado abierto<sup>10</sup>.

De acuerdo con estos criterios, nunca, en los años de la Junta Monetaria, se utilizaron las tasas de interés como instrumento antiinflacionario, no solo por consideraciones conceptuales, sino porque durante muchos años las tasas de interés estuvieron controladas y, de hecho, no existía un mercado interbancario por medio del cual ese tipo de medidas pudieran implementarse.

5 La Ley 7 de 1973, artículo 24, se limitó a señalar que la Junta Monetaria debería “Elaborar para vigencias anuales, revisables periódicamente, los presupuestos monetarios, de acuerdo con las necesidades de desarrollo del país [...]”.

6 El decreto 444 de 1967 fue un instrumento fundamental de la política económica colombiana hasta 1991. Estableció un amplio régimen de control de capitales y tenencia de divisas que fue desarrollado por medio de resoluciones de la Junta Monetaria.

7 Un repaso general de la historia de la inflación en Colombia se encuentra en Hernández (2023). Dornbusch y Fischer (1993) analizan las características de la “inflación moderada” de Colombia a partir de 1973.

8 Las minidevaluaciones (*crawling peg*) se realizaban usualmente a un ritmo semejante al de la tasa de crecimiento de los precios. Sin embargo, ese sistema permitió revaluaciones reales (con minidevaluaciones por debajo de la inflación) y devaluaciones reales, cuando las minidevaluaciones se hacían a una tasa superior a la inflación.

9 Ver nota de pie de página número 5.

10 En los últimos años de la Junta Monetaria se sofisticó el diseño de las metas monetarias. Por ejemplo, en 1998, los asesores le presentaron a la Junta la propuesta de fijar un corredor monetario con metas trimestrales, de acuerdo con una estimación de la demanda de dinero M1, cuyos parámetros eran el ingreso nominal y el aumento de largo plazo de la velocidad de circulación. Ver Asesores de la Junta Monetaria (1988).

La Junta fijaba metas de inflación anuales, por lo general en forma pasiva, es decir, metas semejantes a la inflación de los años anteriores. En los años setenta y ochenta existía una cierta conformidad con los aumentos de los precios del orden del 20 % anual, a los cuales todos los contratos se acomodaban por medio de la indexación más o menos generalizada. Solo cuando el crecimiento de los precios superaba cifras del orden del 25 %, se activaban algunas alarmas y se aplicaban los frenos.

En estas condiciones, una de las funciones principales de la Junta Monetaria era repartir el margen de expansión primaria, el llamado señoraje, que permitía una inflación más o menos estable del orden del 20 % anual. Por esa emisión competían el Gobierno –que tenía asegurada automáticamente la emisión derivada de la transferencia de las utilidades generadas al Banco de la República por la venta de divisas<sup>11</sup>– y varios segmentos del sector privado, representados en ese organismo por los ministros de Desarrollo y Agricultura. Por su parte, el Banco de la República defendía, junto con estos ministerios, los cupos y tasas de interés de los fondos de crédito de fomento que administraba el Emisor. La estructura de esta Junta, por lo tanto, tenía en su interior fuerzas que conspiraban contra el control de la inflación y el buen manejo monetario.

Un corolario de lo anterior era que la oferta monetaria en esos años no era completamente controlada por las autoridades y en buena parte era endógena, es decir, era el resultado de normas que ordenaban el traslado automático de ciertos recursos del balance al Gobierno –las mencionadas utilidades por la venta de divisas– y de las exitosas y previsible presiones de grupos privados para beneficiarse con la expansión tolerada de la base monetaria que, como se dijo, era del orden del 20 % anual<sup>12</sup>. A lo anterior se sumaban las

demandas de emisión que surgían para mantener el crecimiento de los precios determinado por el proceso de inflación, alimentado a su vez por la indexación de la economía.

La Junta Monetaria, en la práctica, tampoco tenía competencia para fijar la tasa de cambio<sup>13</sup>. El manejo diario del *crawling peg* lo decidían el ministro de Hacienda, el gerente y el subgerente técnico del Emisor. Cuando los asesores o algún miembro de la Junta hacían observaciones sobre la política cambiaria y su relación con la inflación, les respondían que ese tema no hacía parte de las funciones de la Junta, aunque ninguna norma legal lo establecía.

### B. *La generación de un consenso tecnocrático*

A pesar de sus limitaciones y conflictos de interés, en las décadas de los años sesenta, setenta y ochenta había un amplio consenso tecnocrático sobre las políticas financieras y cambiarias de la Junta Monetaria. Este consenso tuvo varias bases: (i) Se fundamentaba en un marco conceptual y jurídico ampliamente aceptado y acatado en el país: el estatuto cambiario de 1967 y las normas de control monetario y financiero que crearon y desarrollaron las funciones de la Junta Monetaria; (ii) A este consenso tecnocrático, ratificado por la costumbre y las tradiciones, se adherían, a grandes rasgos, la mayoría de los economistas colombianos, los abogados hacendistas, las agencias internacionales y los funcionarios encargados de adelantar la política económica en Colombia; (iii) Los gremios y las grandes empresas aceptaban este consenso, en el entendido de que, en ciertas condiciones, pudieran acceder a las cuotas de emisión que permitía el crecimiento tolerado de la inflación y la base monetaria; (iv) Ese consenso

---

por Jaramillo y Montenegro (1984).

13 El régimen *crawling peg* no quedó plasmado en el decreto ley 444 de 1967 y, en realidad, no tuvo origen legal. El estatuto cambiario definió dos mercados: el mercado de certificados de cambio, cuya tasa, supuestamente, se fijaba en el mercado bancario, y el mercado de capitales, cuya tasa la fijaría la Junta Monetaria. En ninguna parte se reglamentaron las minidevaluaciones, su periodicidad y magnitud. El ministro de Hacienda y el Banco de la República determinaban cuál era la tasa del mercado de certificados de cambio.

---

11 Se trataba de un privilegio creado por el artículo 45 del decreto 444 de 1967, por medio de la denominada Cuenta Especial de Cambios, cuyas transferencias al Gobierno llegaron a constituir hasta el 20 % de los ingresos corrientes de la nación (esta norma fue modificada por el decreto 73 de 1983).

12 El carácter endógeno de la oferta monetaria en esos años fue tratado

era, también a grandes rasgos, respetado por los gobernantes y políticos colombianos, la prensa, la academia y la opinión pública.

Es importante señalar que buena parte de este consenso se formaba y consolidaba entre los influyentes beneficiarios de las políticas económicas de la época: los empresarios y gremios que recibían protección arancelaria y paraarancelaria, crédito de fomento, licencias de importación y cupos de emisión primaria.

La Junta Monetaria estaba en el centro de este sistema de alta intervención de la economía y, en ese contexto, la tecnocracia, representada por los asesores, el Banco de la República y otros miembros de los equipos económicos, tenían la responsabilidad de imponer alguna racionalidad, evitar el desborde de las cifras monetarias y garantizar el buen funcionamiento de la economía.

Este consenso se cimentó, en buena parte, en el relativo éxito que tuvo el decreto ley 444 de 1967, en la estabilidad cambiaria que logró el sistema de minidevaluaciones (después de varios años de devaluaciones y movimientos especulativos desestabilizadores), en la estabilidad de la tasa de cambio real y en el buen comportamiento de las llamadas exportaciones menores después de su expedición<sup>14</sup>. En esos años el país logró, ante todo, ritmos relativamente elevados de crecimiento económico –especialmente en la década de los años setenta–, estabilidad de la mayoría de sus variables macroeconómicas y un clima propicio para la expansión de los negocios, lo que generó confianza en la orientación económica del país (ver Cuadro 1).

**Cuadro 1.**

**Indicadores macroeconómicos 1965 – 1990**

	1965 - 1970	1971 - 1980	1981 - 1990
<b>Crecimiento (%) PIB</b>	5,40	5,53	3,43
<b>Inflación (%) IPC</b>	9,48	22,25	23,94
<b>Índice Tasa de Cambio Real (ITCR) 1994 = 100</b>	72,08	75,94	96,57
<b>Déficit (-) cuenta corriente balanza de pagos % PIB</b>	-1,95	-0,69	-1,97
<b>Déficit (-) fiscal % PIB</b>	-0,23	-0,06	-1,60

Fuente: Promedios anuales calculados con base en las cifras de Junguito Bonnet (2016), pp. 267, 316 y 350.

Después de un período caracterizado por devaluaciones abruptas y fuertes episodios de especulación en los años sesenta, cuando se trató inútilmente de mantener una tasa de cambio fija, desde 1967 la tasa de cambio se manejó a partir del sistema de minidevaluaciones, el *crawling peg*. El régimen se había establecido en Chile en 1965 y permitía corregir o moderar los problemas de economías con altos niveles de inflación en las que las tasas de cambio reales se apreciaban mientras se mantenían las tasas fijas (y, en consecuencia, creaban problemas como una tendencia al desequilibrio comercial, a la especulación y a la fuga de capitales)<sup>15</sup>.

El prestigio del control de cambios en Colombia se cimentó también en la percepción de que su origen había sido un logro nacionalista del Gobierno, de la mano de su tecnocracia. Su génesis se atribuía a una

14 El consenso alrededor de la Junta Monetaria tuvo algunas fisuras. Se destacan las reiteradas críticas de Antonio Hernández Gamarra. Una reseña de sus posiciones se encuentra en Hernández y Jaramillo Echeverri (2017). Allí también se resumen las críticas a la Junta Monetaria de Alfonso Palacio Rudas, Lauchlin Currie y Luis Eduardo Rosas. Se debe mencionar también que en la bonanza cafetera de los años setenta, Fedesarrollo, dirigida por Roberto Junguito, criticó el manejo cambiario, el control de cambios y las medidas de la Junta Monetaria. Ver, al respecto, varios números de *Coyuntura Económica*, en especial *Coyuntura Económica* (1977), vol. VII, no. 3, pp. 54-55.

15 El *crawling peg* fue una alternativa a las tasas fijas, establecidas en los acuerdos de Bretton Woods y las tasas flotantes que proponían académicos como Milton Friedman. El uso del *crawling peg* se extendió en la década de los años sesenta, sobre todo en medios inflacionarios. Ver Williams (1965). Hay que señalar que, a pesar de las minidevaluaciones, la tasa de cambio real sufrió importantes variaciones entre los años sesenta y fines de los ochenta. La tasa real se apreció en forma significativa en la bonanza cafetera de los setenta y los años siguientes. Se devaluó en los ochenta como parte del ajuste que lideró el ministro Roberto Junguito.

confrontación con el FMI, entidad que habría exigido una devaluación a cambio de desembolsos de apoyo a la balanza de pagos. El Gobierno habría rechazado la devaluación y como alternativa habría optado, en forma independiente, por imponer el estatuto cambiario y las minidevaluaciones<sup>16</sup>.

Sustentado en este mito fundacional, este esquema se convirtió en un motivo de orgullo del país, hasta tal punto que, en 1987, se realizó un seminario internacional para celebrar sus veinte años de vigencia. En el marco de ese seminario, el joven Paul Krugman, futuro premio Nobel, expuso algunas posibles justificaciones teóricas de los controles de cambios<sup>17</sup>.

En un país que aceptaba la intervención del Estado en la fijación de precios y cantidades, el control de cambios se convirtió en una pieza central del manejo de su economía. Sus principios y experiencias hacían parte de las tradiciones del sector público: los aceptaban los políticos, la opinión pública, los gremios y empresas, y se enseñaban en las universidades. Eran parte central de las instituciones económicas del país y, como se ha dicho, del consenso tecnocrático de entonces.

Sus bases, sin embargo, se comenzaron a resquebrajar cuando, con el paso de los años y el crecimiento de la complejidad y el tamaño de la economía, se hizo evidente que el pesado sistema de controles y restricciones crediticias se había convertido en una camisa de fuerza para el desarrollo de Colombia.

### C. *Resquebrajamiento del consenso y las reformas de la segunda mitad de la década de los años ochenta*

Si bien el arreglo institucional creado alrededor de la Junta Monetaria y el estatuto cambiario eran respaldados por un amplio consenso tecnocrático que se hizo evidente en 1987 en las celebraciones de los 25 años del decreto 444 de 1967, también era cada vez más claro entre el empresariado moderno y un grupo de economistas, algunos de ellos vinculados en algún momento a la propia Junta Monetaria, que las decisiones de este organismo le imponían a la economía una pesada carga de controles y restricciones regulatorias, nocivas para el crecimiento económico y el desarrollo del sector privado.

El exceso de intervención, en realidad, era asfixiante. En materia financiera, la asignación del crédito estaba completamente controlada y dirigida por medio de encajes, encajes sustitutivos e inversiones forzosas. En 1986 se estimaba que de cada \$100 que captaba un banco, este apenas podía disponer libremente de \$40, suma que solo podía prestar a tasas que durante mucho tiempo estuvieron controladas por la misma Junta<sup>18</sup>.

En el campo cambiario, los controles llegaban a niveles absurdos. Estaba prohibido que los particulares tuvieran divisas, salvo que mediaran estrictos y limitados permisos de la Junta Monetaria. Todas las divisas provenientes de las exportaciones, por ejemplo, debían venderse al Banco de la República; los movimientos de capitales estaban totalmente restringidos; la inversión

16 Alejandro López, quien estudió cuidadosamente los orígenes del *crawling peg*, desvirtúa estas versiones. Anota que “[...] la suspensión de giros del crédito de contingencia no implicó un conflicto entre el Gobierno colombiano y el FMI, de tal forma que, a pesar de haber existido una divergencia cuando el Gobierno se negó a devaluar, no hubo una ruptura de las negociaciones”; Ver López (1987). La divergencia que advierte López consistió, a grandes rasgos, en que Colombia se había comprometido con el FMI en 1965 a liberar las importaciones y devaluar gradualmente la tasa de los certificados de cambio (algo así como en un *crawling peg* transitorio). Como el Gobierno hizo lo primero, pero no lo segundo, la tasa real se revaluó y, cuando el precio del café cayó, el país entró en una severa crisis cambiaria. En lugar de devaluar de un golpe, como pedía el FMI, el Gobierno impuso un severo control a las importaciones y luego ajustó gradualmente la tasa de cambio. Años después, Roberto Junguito, quien analizó cuidadosamente los documentos del FMI sobre la materia, concluyó que “La lectura de las publicaciones del Fondo señala que, si bien en la entidad hubo inconformismo con las medidas cambiarias adoptadas en noviembre de 1966 y 1967 y con el manejo monetario de ese año, este no fue el caso con la expedición del decreto 444 de 1967, que fue considerado como una gran mejoría frente al esquema cambiario hasta entonces vigente [...]”. Y la prueba, afirma Junguito, es que el FMI aprobó inmediatamente un crédito *standby* a favor del país. Ver Junguito (2017), pp. 582.

17 Krugman (1987) en Banco de la República (1987), pp. 122-138.

18 Ver, por ejemplo, Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República y Asesoría de la Junta Monetaria (1986).

extranjera se combatía con un régimen hostil y los colombianos no podían invertir en el exterior.

Por otra parte, la repartición del impuesto inflacionario, por medio de cupos de emisión primaria entre algunos agentes privilegiados, era claramente inequitativa e injustificada. Las críticas a la asignación de cupos de emisión en la crisis macroeconómica de 1982-1983 fueron la base para las primeras ideas de reforma del Banco de la República y de la Junta Monetaria. En este sentido fue destacada la posición de Rudolf Hommes quien, después de retirarse del cargo de asesor de la Junta Monetaria, cuestionó la falta de ortodoxia del Banco y la presencia de los ministros de Agricultura y Desarrollo Económico en el seno de ese organismo<sup>19</sup>.

El desmonte del pesado aparato de controles y asignaciones monetarias comenzó tímidamente en el gobierno del presidente Belisario Betancur y se profundizó en el de Virgilio Barco, en muchos casos por iniciativa de los asesores de la Junta Monetaria y con el apoyo del ministerio de Hacienda y el equipo económico.

Al comienzo del gobierno Gaviria y en los últimos años de la Junta Monetaria, se avanzó en la eliminación de la represión financiera: se desmontaron prácticamente todas las inversiones forzosas y sustitutivas del encaje, salvo la inversión en el Fondo Financiero Agropecuario. En adelante, las entidades de crédito podían prestar con libertad de tasas todos los recursos que captaran, salvo por los encajes que debían constituir y la mencionada inversión en el Fondo<sup>20</sup>.

En cuanto a la financiación del déficit por medio de la emisión, en 1983 se eliminó parcialmente la principal fuente de financiación monetaria del Gobierno: la transferencia de las utilidades de la Cuenta Especial de Cambios derivadas de las ganancias del Banco de

la República en la venta de divisas<sup>21</sup>. El fortalecimiento de las finanzas públicas, fruto de varias reformas tributarias y del ajuste de los gastos a partir del programa macroeconómico iniciado aquel año, hicieron que cada vez fuera menos necesario que el Gobierno acudiera a la emisión primaria. Por otra parte, en sus últimos años, la Junta Monetaria desmontó la mayoría de los cupos de emisión primaria que favorecían a empresas y a distintos grupos de presión.

En cuanto al manejo cambiario, el equipo económico del presidente Gaviria, conformado por varios exasesores de la Junta Monetaria, decidió proponer el desmonte del decreto 444 de 1967. Al comienzo de su gobierno, mediante la Ley 9 de 1991, esa iniciativa se hizo realidad. Esta norma le asignó al Gobierno, en cabeza de la Junta Monetaria, las facultades monetarias, cambiarias y financieras para eliminar los controles que oprimían a la economía. En lugar de los 200 artículos del Estatuto, la Ley 9 consta de 33 artículos de carácter general.

En adelante, los particulares pudieron tener divisas sin restricciones y se creó un mercado de divisas libre, cuyo centro fue el sector financiero. La Ley 9 fue desarrollada, primero por la resolución 57 de la Junta Monetaria y, más adelante, por la Junta Directiva del Banco de la República.

Una de las consecuencias de la Ley 9 fue la apertura de capitales. En primer término, esta norma posibilitó la inversión extranjera en Colombia, en las mismas condiciones de los nacionales, y también hizo posible la inversión de los colombianos en el exterior. En segundo lugar, de acuerdo con las facultades que la Ley le otorgó a la Junta Monetaria, este organismo permitió el endeudamiento de los colombianos en el exterior,

19 Rudolf Hommes (1988).

20 Hommes y Montenegro (1989).

21 El decreto 73 de 1983 eliminó la transferencia automática de las utilidades de la Cuenta Especial de Cambios al Gobierno y ordenó que una parte de las utilidades de la venta de divisas se pudiera prestar al Gobierno en los montos y condiciones que fijara la Junta Monetaria. En los años siguientes, sin embargo, el Gobierno siguió utilizando cupos de emisión del Banco de la República que eran aprobados por el Congreso. Pero, a medida que se fortalecían las finanzas públicas, este mecanismo heterodoxo de financiación fue cada vez menos necesario.

aunque con algunas limitaciones. Estos desarrollos, en momentos en que se movían grandes flujos de capitales hacia América Latina, como se verá más adelante, dificultaron el manejo monetario de los años siguientes, especialmente porque las autoridades adoptaron el objetivo de impedir la revaluación real del peso<sup>22</sup>.

#### *D. El legado de las reformas recientes a la Junta Directiva del Banco de la República independiente*

Cuando la Junta Monetaria dejó de existir en 1991, a raíz de la determinación de la Asamblea Constituyente de decretar la independencia del Banco de la República y asignar a su Junta Directiva la función de controlar la inflación y el régimen cambiario, el Banco recibió varias herencias que tuvieron numerosas implicaciones para el desempeño de sus nuevas funciones:

- i. La reciente liberación financiera, cambiaria y de capitales alteró profundamente las tradiciones de muchos años y tuvo serios efectos en el comportamiento de los agentes económicos y en la estructura de los mercados monetarios y financieros. Estos efectos dificultaron el manejo de la inflación y de la política cambiaria.
- ii. Como la financiación del Gobierno, gracias a las reformas fiscales de los años anteriores, ya no dependía de las emisiones del Banco de la República, cuando la nueva Constitución impuso barreras a la emisión en favor del Gobierno, esto no causó dificultades para las finanzas públicas; no fue motivo de discusión pública y de objeciones del propio Gobierno.
- iii. Cuando la Constitución de 1991 prohibió que el Banco de la República repartiera crédito de fomento, el impacto en la economía de esa decisión no fue mayor, pues en la segunda mitad de los años ochenta el Gobierno había creado varios fondos públicos de crédito de fomento, por fuera de la órbita del Emisor –Finagro para los agricultores y

la Fen para las empresas eléctricas, por ejemplo–, que ya atendían a la clientela del Banco de la República. Esto evitó las protestas de quienes hubieran podido verse afectados por el mandato de la Constitución<sup>23</sup>.

- iv. Finalmente, el crecimiento de los precios de 1990, a raíz de la vertiginosa devaluación del peso que se había impulsado para proteger la economía de una reducción de aranceles al final del gobierno Barco, alcanzó el alarmante 33 % anual. Ante este hecho, el ministro de Hacienda anunció públicamente que el objetivo era tratar de volver a una inflación del 22 %, meta que adoptó la saliente Junta Monetaria y que no se cumplió (a los ojos de hoy es llamativo que el responsable, el que le ponía el pecho a la inflación, fuera el Gobierno y no el Banco de la República). La discusión de la reforma constitucional sobre el Banco de la República, que en la Carta de 1991 le asignó al Emisor la misión de controlar el alza de los precios, ocurrió precisamente en medio del desborde de la inflación, circunstancia que con seguridad favoreció la aprobación de una reforma que buscaba precisamente la creación de una institución que se concentrara en combatir ese problema.

Por último, hay que señalar que, a pesar de las críticas de ciertos especialistas y el descontento de algunos economistas y empresarios por el exceso de controles, la independencia del Banco de la República ordenada por la Carta de 1991 no fue la consecuencia de un rechazo generalizado al manejo monetario y cambiario de la Junta Monetaria. Fue, más bien, el resultado de una propuesta originada en el Banco de la República, que fue aceptada por el gobierno Gaviria, para aprovechar la oportunidad que brindaba el cambio de la Constitución para adelantar una reforma profunda, semejante a las que se estaban realizando en otros países en esos años. El proyecto de reforma encontró en la Asamblea Constituyente la recepción favorable de un

22 Sobre las reformas de esos años, ver Hommes, Montenegro y Roda (1994).

23 La nueva Constitución solo permitió que el Banco de la República diera crédito de fomento usando líneas de crédito internacionales, una facultad que nunca ha usado desde 1991.

puñado de delegatarios, como Alfonso Palacio Rudas, Carlos Ossa y Rodrigo Lloreda, que aseguró su inclusión en la nueva Constitución<sup>24</sup>.

### III. La Junta Directiva del Banco de la República en los años noventa

La Constitución de 1991 eliminó la Junta Monetaria, decretó la autonomía del Banco de la República y le asignó a esta entidad la tarea de mantener el poder adquisitivo de la moneda de acuerdo con la política económica general. La Constitución restringió la capacidad del Emisor de otorgar créditos de fomento (solo autorizó los financiados con líneas de crédito internacionales), prohibió los créditos al sector privado y estableció que solo en condiciones excepcionales se podían crear créditos de emisión a favor del Gobierno<sup>25</sup>.

Como se mencionó, la Junta Directiva del Banco de la República comenzó a ejercer sus funciones en el contexto de una economía sujeta a numerosas reformas que dificultaron el ejercicio de sus tareas, entre ellas la apertura de capitales y de comercio exterior, una amplia reforma financiera y la eliminación de la multitud de controles del estatuto cambiario. Adicionalmente, la situación de la macroeconomía era otra fuente de problemas: desde mediados de la década de los noventa se presentaron grandes desequilibrios, especialmente en el frente fiscal, que tuvieron su máxima expresión en 1998-1999, cuando se desató una de las crisis más graves de la historia del país.

Como era de esperarse, el manejo monetario y cambiario de la naciente Junta Directiva del Banco de la República independiente fue en sus primeros años semejante al de la Junta Monetaria. Sin embargo, por

la influencia de algunos desarrollos internacionales en materia de técnicas de la banca central y, al calor de las discusiones y problemas de la economía colombiana, en los años noventa se comenzaron a introducir nuevas herramientas para guiar la política monetaria en Colombia. La ruptura completa con las tradiciones heredadas de la Junta Monetaria solo se dio a comienzos de este siglo, cuando se dejó flotar el peso y se implantó la estrategia de la inflación objetivo.

#### A. *El arranque de la nueva Junta Directiva del Banco de la República*

La Constitución de 1991 fue proclamada el 7 de julio de ese año. Por medio del decreto 1855 del 25 de julio, el presidente de la república nombró la primera junta del Banco de la República, compuesta por Miguel Urrutia, María Mercedes Cuéllar, Roberto Junguito, Carlos Ossa y Néstor Humberto Martínez. El gerente del Banco, Francisco Ortega, continuó en su cargo; el ministro de Hacienda, miembro de la Junta, era Rudolf Hommes (ambos habían sido parte de la recién extinta Junta Monetaria).

Desde el comienzo, la Junta Directiva del Emisor estuvo conformada por varios de los mejores economistas del país. Sus integrantes habían sido ministros, miembros de la Junta Monetaria, funcionarios del Banco de la República, profesores, académicos y destacados protagonistas de los debates económicos de las últimas décadas<sup>26</sup>. Así mismo, la gran mayoría de los funcionarios del Emisor que acompañaron a la Junta Directiva habían colaborado con el anterior Banco de la República y la Junta Monetaria en la administración del control de cambios, la extensión del crédito de fomento y la distribución de recursos de emisión entre el Gobierno y el sector privado.

24 Steiner (1995) ilustra las diferentes posiciones de quienes participaron en la concepción de las nuevas normas constitucionales sobre el Banco de la República.

25 Como consecuencia de las nuevas normas constitucionales, se liquidó Proexpo, una entidad de fomento de las exportaciones que hasta 1991 fue manejada por el Banco de la República. Y se creó Bancoldex por medio de la Ley 7ª de 1991.

26 Entre 1993 y 1999, además del gerente Miguel Urrutia y los ministros de Hacienda, fueron miembros de la Junta Directiva las siguientes personas: María Mercedes Cuéllar (hasta 1996), Hernando José Gómez (hasta 1997), Roberto Junguito, Oscar Marulanda (hasta 1997), Salomón Kalmanovitz, Antonio Hernández, Luis Bernardo Flórez y Leonardo Villar.

En estas condiciones, con la experiencia acumulada de sus miembros y la memoria institucional depositada en el Banco de la República, no sorprende que, en sus primeros años, la Junta Directiva hubiera continuado durante algún tiempo con las políticas que había fijado la última Junta Monetaria.

De todas formas, muy pronto la Junta tuvo que asumir su nueva tarea de controlar la inflación, antes una responsabilidad del Gobierno. El Banco de la República, despojado de su obligación de otorgar crédito de fomento y algunos créditos al sector privado, tuvo que definir y anunciar una meta cuantitativa de inflación y enfocarse en tratar de limitar el alza de los precios, que, como vimos, eran muy elevados a comienzos de esa década.

La primera Junta Directiva del Emisor continuó con la política de establecer una meta anual para el crecimiento de los medios de pago (M1), en el entendido de que existía una relación directa entre la expansión de este agregado monetario y el crecimiento de los precios.

Ya que la nueva Junta tenía a su disposición el instrumental que había utilizado la Junta Monetaria —encajes, depósitos de distinto tipo y diversas medidas cambiarias con impacto monetario—, en sus primeros años hizo uso de buena parte de estos complejos y variados mecanismos. Además de manipular numerosas herramientas cambiarias, la Junta modificó los encajes a las entidades financieras, impuso encajes marginales, controló las tasas de crédito y fijó las tasas de crecimiento de los activos de los intermediarios financieros. La nueva Junta Directiva también siguió con el uso de la emisión de títulos de operaciones de mercado abierto (OMA), con los que buscaba absorber los excesos de liquidez en la economía.

En materia cambiaria, la nueva Junta (la autoridad cambiaria por mandato de la Constitución) mantuvo inicialmente la política que había establecido la última Junta Monetaria mediante su resolución 55 de 1991. Se trataba de la entrega obligatoria de certificados de

cambio a los exportadores a cambio de sus dólares, una medida que postergaba la monetización de las reservas internacionales y que, en la práctica, permitía que la tasa de cambio flotara en el mercado dentro de un margen dado por un descuento y el plazo de los certificados<sup>27</sup>.

En las décadas anteriores, antes de la liberación de los movimientos de capitales lograda gracias a la eliminación del control de cambios, la política monetaria había gozado de alguna autonomía. Este era el resultado de los controles a los movimientos de capitales y al aislamiento del grueso de la economía colombiana de los mercados financieros internacionales. Esto cambió en la década de los años noventa.

Con la apertura al movimiento de capitales y al mantener una limitada flexibilidad cambiaria, el control y la eficacia que podía tener la política monetaria eran escasos. Esta circunstancia dificultó seriamente la política antiinflacionaria a lo largo de la década de los noventa y solo se superó, años después, con la flotación libre de la moneda<sup>28</sup>.

Prisionera de la pesada herencia del manejo supuestamente exitoso del *crawling peg*, la característica central del manejo de la Junta Directiva en sus primeros años (hasta cuando se permitió la flotación libre del peso) fue su dedicación a evitar, hasta donde fuera posible, la revaluación de la tasa de cambio real. Esta determinación, como es natural, complicó seriamente el manejo monetario e impidió que se tomaran las medidas necesarias para reducir la inflación.

En consecuencia, al mantener más o menos el mismo tipo de políticas de la antigua Junta Monetaria, las tasas de inflación de buena parte de la década de los

27 El manejo cambiario con los certificados de cambio y el panorama del manejo monetario y cambiario de la época lo describe el exgerente del Banco, Francisco Ortega; ver Ortega Acosta, Francisco José (1992).

28 Algunos analistas se refieren a este planteamiento como a “la trinidad imposible”: no se pueden mantener simultáneamente los siguientes tres objetivos: libre movimiento de capitales, tasa de cambio fija y una política monetaria autónoma.

años noventa fueron muy parecidas a las de los años anteriores.

### 1. *Bandas cambiarias y controles de capitales*

Uno de los desafíos macroeconómicos de la economía colombiana a comienzos de los años noventa fue enfrentar la entrada masiva de capitales del exterior, resultado de eventos internacionales y de las reformas que se estaban adelantando en el país. La monetización de las divisas o, con algún rezago, la redención de los certificados de cambio resultante del compromiso del Emisor de adquirirlos a cambio de pesos, causaba un incremento de los medios de pago y dificultaba el control monetario.

La lectura de los debates de la época muestra que, ante esta realidad, la mayor preocupación de las autoridades, los gremios, los economistas y los exportadores no era la inflación –el país se había acostumbrado a vivir con ella–, sino el impacto de la entrada de capitales sobre la revaluación del peso.

La presión de las empresas, gremios, la prensa y la opinión pública sobre el Banco de la República exigía que se mantuviera más o menos constante la tasa de cambio real, una tendencia heredada de varias décadas con el manejo del *crawling peg*<sup>29</sup>.

Ante esta situación, la nueva Junta Directiva del Banco de la República mantuvo otra medida relativamente heterodoxa que había decretado la Junta Monetaria: la reducción de las tasas de interés –de hecho, suspendió transitoriamente sus medidas contraccionistas por medio de las operaciones de mercado abierto–, con la esperanza de que las tasas domésticas dejaran de atraer la entrada de capitales<sup>30</sup> y de esta forma evitar la revaluación del peso. Los registros de las discusiones y las manifestaciones de las autoridades

muestran que, por el temor a la revaluación, nunca se contempló la posibilidad de dejar flotar libremente la moneda y enfocar la política monetaria en el control de la inflación.

Como esto no era suficiente y la inflación no cedía, y además las tasas de los créditos de los establecimientos bancarios seguían siendo altas a pesar de los intentos de reducir las tasas del Banco de la República, que a juicio de la Junta Directiva incentivaban el endeudamiento de las empresas colombianas en el exterior, la Junta decidió controlar también las tasas activas de los bancos, fijar encajes marginales e imponer toques al crecimiento del crédito de los intermediarios.

Era evidente que la Junta Directiva, además de las convicciones profesionales de sus miembros, actuaba de esta forma presionada por los exportadores, quienes se quejaban de la revaluación del peso. El Banco se comprometió entonces a “sostener la tasa real de cambio, siempre y cuando esta sea compatible con los propósitos de estabilización”, algo que, como se ha anotado, implicaba grandes dificultades para la lucha contra la inflación<sup>31</sup>.

Como los objetivos de estas medidas no se cumplieron –la revaluación continuó y la inflación no cedía–, era evidente que la Junta Directiva debía replantear la política monetaria y cambiaria, lo que solo comenzó a ocurrir en 1993 y, sobre todo, en 1994.

A comienzos de 1994, la Junta desmontó la política cambiaria centrada en el certificado de cambio y estableció las bandas cambiarias, que se fijarían diariamente y dentro de las cuales la tasa de cambio flotaría con alguna libertad<sup>32</sup>. La Junta Directiva, además, se comprometió a defender el piso (comprando reservas)

29 Es evidente, sin embargo, que en las décadas en las que rigió el *crawling peg* se presentaron episodios de apreciación y devaluación real, en ocasiones significativos.

30 Ver las notas editoriales de la *Revista del Banco de la República* de junio y agosto de 1992, Volumen 65, números 776 y 778.

31 En teoría, la inflación se hubiera podido controlar dejando flotar libremente la tasa de cambio y con el control de los agregados monetarios. Y para evitar la revaluación real era necesario reducir el déficit fiscal o generar un superávit fiscal.

32 Óscar Marulanda afirma, sin embargo, que el Banco intervenía dentro de la banda incluso para amortiguar las oscilaciones de la tasa de cambio. Ver Marulanda (1999), pp. 203-204.

y el techo (vendiéndolas), de acuerdo con las condiciones del mercado. El ancho de la banda cambiaría fue inicialmente del 14 %, 7 % a lado y lado de una línea cuya pendiente reflejaba la meta de inflación.

La adopción de las bandas cambiarias fue un avance sobre la limitada flotación que, de hecho, se había introducido con los certificados de cambio (dada por los descuentos y los plazos de redención). De esta forma, las autoridades colombianas aplicaban una medida utilizada en esos años por varios países, entre ellos Chile y México. Esta innovación llegó por tres vías: (i) la influencia intelectual de artículos como el de Paul Krugman, que les dio un piso teórico a las bandas<sup>33</sup>; (ii) la llegada a los cargos directivos del Banco de economistas de la nueva generación con alta preparación académica como Alberto Carrasquilla y José Darío Uribe. La explicación de las bandas cambiarias por parte de Carrasquilla en la *Revista del Banco de la República* de comienzos de 1995 da fe de estos dos hechos; (iii) el ejemplo de otros países que ya estaban utilizando las bandas, y la transferencia de conocimientos y experiencias entre los especialistas de los bancos centrales facilitada por publicaciones, seminarios y la influencia del FMI.

De todas formas, las bandas mantuvieron la tradición heredada del *crawling peg* de administrar una tendencia a la depreciación nominal del peso, usualmente definida como la diferencia entre la inflación interna y externa, eso sí, dentro del rango que permitían dichos instrumentos (algo semejante ya sucedía con los certificados de cambio)<sup>34</sup>. Esto facilitó su aceptación por parte de los distintos operadores cambiarios.

Por otra parte, en 1993 la Junta Directiva tomó una medida importante en relación con los flujos de capitales. Como las bandas le daban alguna flexibilidad a la tasa de cambio y era necesario recuperar el control del manejo monetario, así fuera de manera limitada, la

Junta consideró que debía cerrar parcialmente el país a los movimientos de capitales. Con ese propósito decidió elevar los encajes a los flujos de capitales (resolución 21 de 1993), con miras a que amainara la entrada de divisas por ese concepto. La forma adoptada fue, a imagen y semejanza de la experiencia de Chile, la de depósitos sin remuneración en el Banco de la República a los desembolsos de los préstamos del exterior. En los años siguientes estos encajes se endurecieron, y ya en la segunda parte de la década de los años noventa se convirtieron en una pieza importante de la política del Banco de la República.

Los estudios que analizaron la efectividad de estos controles muestran nulos o escasos resultados: se obtuvieron algunos efectos en prolongar la maduración de los créditos, ninguno en detener la revaluación (el principal propósito de las autoridades), y escasos en otorgar libertad y grados de libertad a la política monetaria<sup>35</sup>.

A partir de agosto de 1994, como parte de estos replanteamientos, el Banco volvió a utilizar medidas contraccionistas más ortodoxas. Subió las tasas de interés y trató de elevar sus captaciones por medio de operaciones de mercado abierto. Adicionalmente, como un mecanismo para mitigar los efectos monetarios de la acumulación de reservas, impuso plazos máximos de giro por las importaciones.

Otra de las características del manejo antiinflacionario de esos años fue la reiterada manifestación de su Junta Directiva de que el control del crecimiento de los precios requería de la confluencia de una serie de circunstancias y medidas, de las cuales solo algunas estaban en poder del Emisor. Las notas editoriales y los pronunciamientos de la Junta Directiva de esos años hablan de la necesidad del control del déficit fiscal, el aumento de la oferta agrícola, el manejo de los precios controlados por el Gobierno e, incluso, la orientación

33 Krugman, Paul (1991).

34 Las bandas fueron una extensión del manejo administrado del tipo de cambio por medio del *crawling peg*. Ver Williams (1996).

35 Entre tantos otros estudios sobre el tema, ver Edwards (1999); Cárdenas S. y Barrera O. (1996). También son interesantes los análisis contenidos en Fedesarrollo (2007). Ver, también, Vegh (2013), p. 714.

de los precios del sector privado. La más clara expresión de estos principios está contenida en la carta que, en noviembre de 1992, la Junta le envió al ministro de Hacienda, haciendo énfasis en la necesidad de mantener metas estrictas del control fiscal.

## 2. *La política de la Junta del Banco de la República entre 1994 y 1999*

Hasta cuando se decidió la flotación del peso y la adopción de la estrategia de la inflación objetivo a comienzos del siglo XXI, la Junta del Banco de la República, con intensidad variable, manejó el mismo instrumental que estableció en 1994.

- i. Diseñó y estableció bandas para distintos agregados monetarios. Se enfocó en fijar rangos de crecimiento para el M1 y el M3 y, más adelante, cuando se comprobó la inestabilidad de la demanda de esos agregados monetarios, estableció corredores para la base monetaria, en el entendido de que esta sería una meta intermedia cuyo cumplimiento era necesario para el control de la inflación. Eso sí, de todas formas, continuó con el seguimiento a los corredores de M1 y M3<sup>36</sup>.
- ii. Mantuvo una banda cambiaria, que modificó en algunas oportunidades, siempre como el objetivo más importante y discutido en el seno de la Junta Directiva del Banco de la República.
- iii. Trató de evitar los flujos de capital mediante el frecuente reforzamiento de los encajes al crédito externo.
- iv. Fijó corredores para las tasas de interés de corto plazo.
- v. Utilizó las operaciones de mercado abierto como instrumento para controlar la base monetaria, pero también siguió usando una variedad de instrumentos de control al sector financiero, semejantes a los utilizados en los años anteriores.

A los ojos de hoy es evidente que, en términos conceptuales y prácticos, la Junta no disponía de una estrategia adecuada para controlar la inflación. Había un exceso de objetivos que trataba de seguir o controlar –definidos por la multitud de bandas y corredores– a partir de un diseño que no era armónico ni consistente. No tenía instrumentos efectivos ni podía hacer que las distintas variables objetivo se mantuvieran dentro de las trayectorias deseadas. Pero aun si las numerosas variables objetivo se hubieran situado dentro de sus bandas, tampoco era claro cómo este hecho podría haber asegurado que se cumplieran las metas de inflación.

Las cifras, en particular, muestran que las metas monetarias trazadas por los distintos agregados raramente se cumplían. En esta materia, la Junta Directiva nunca se comprometió a defender, así fuera con flexibilidad y rezagos, alguna de las bandas de los agregados monetarios, como sí lo hizo con la banda cambiaria.

Adicionalmente, en esos años los técnicos del Banco de la República discutían sobre la estabilidad de la demanda de los distintos agregados monetarios y su relación con la inflación. Esta estabilidad es indispensable para definir una meta monetaria intermedia adecuada para controlar la inflación<sup>37</sup>. La inestabilidad de la demanda de dinero que mostraban algunos estudios no era sorprendente, pues en esos años ocurrieron varios hechos que alteraron su naturaleza y predictibilidad, entre ellos, la apertura de capitales, las innovaciones financieras que posibilitaban la sustitución de distintos activos líquidos, la desregulación financiera y las reformas institucionales que afectaron el comportamiento de los agentes en la economía<sup>38</sup>.

37 Si la demanda de dinero no es estable, se pone en duda la relación entre dinero e inflación y, por consiguiente, se socava la base de la política antiinflacionaria de naturaleza monetarista. Uno de los documentos que cuestionó la estabilidad de la demanda de dinero fue el de Misas A., Oliveros y Uribe (1994).

38 Alberto Carrasquilla participó en los debates sobre la estabilidad de la demanda de dinero y planteó que sí existía estabilidad en el largo plazo y que, en ciertas condiciones, se podía mantener la política de control de los agregados monetarios. Ver Carrasquilla Barrera (1999), pp. 75-89, y pp. 103-131.

36 La política de la Junta Directiva en esos años es descrita con cierto detalle por Hernández Gamarra y Tolosa Buitrago (2001).

El caso de la banda cambiaria fue especial. Con la fuerte presión de los exportadores para evitar la revaluación, y el compromiso del gobierno Samper de devaluar la moneda a partir de agosto de 1994, el diseño de las bandas se convirtió en constante motivo de discusión y debate. De allí en adelante, cuando su defensa ya era insostenible, pues iba abiertamente en contra de las metas monetarias y de la realidad del mercado de divisas, las bandas se movían o ampliaban tratando de seguir la tasa de cambio que fijaba el mercado<sup>39</sup>.

La trayectoria de la tasa de cambio se convirtió en la verdadera ancla nominal de la economía. Era la variable más seguida por los mercados y con cuyas metas, fijadas por las bandas, la Junta Directiva mostraba su mayor compromiso (a pesar de las inevitables modificaciones que hemos comentado). La mayoría de las resoluciones de la Junta de esos años se concentraron en el manejo cambiario.

En conclusión, al igual que su antecesora –la Junta Monetaria–, la Junta Directiva no tuvo en esa época una estrategia antiinflacionaria bien definida en términos conceptuales y prácticos. Utilizaba numerosos instrumentos, muchas veces contradictorios entre sí. La meta de mantener la tasa de cambio real entró, lo mismo que en los días de la Junta Monetaria, en contravía con el objetivo de reducir la inflación.

## B. *Intentos de contrarreforma*

A partir de agosto de 1994, el nuevo gobierno del presidente Ernesto Samper manifestó su desacuerdo con algunos de los objetivos e instrumentos decretados por la nueva Constitución relacionados con el Banco de la República. Además, redobló sus esfuerzos para lograr una devaluación real del peso<sup>40</sup>. En la práctica, las iniciativas del gobierno Samper se orientaron a tratar de restaurar buena parte de los principios e ins-

tituciones del consenso tecnocrático que había regido hasta 1991<sup>41</sup>.

En diciembre de 1994, el ministro de Hacienda de entonces, Guillermo Perry, expuso sus críticas a las normas constitucionales sobre el Emisor. Perry planteó cuatro puntos<sup>42</sup>:

- i. El manejo cambiario debía volver al Gobierno, en lugar de seguir bajo el control de la Junta del Banco de la República. Esta idea hubiera implicado cambiar la Constitución, que en 1991 había establecido que la autoridad cambiaria era el Banco. Esta propuesta reflejaba una de las grandes prioridades del Gobierno entrante: devaluar la tasa de cambio real. Este era un objetivo central de su plan de desarrollo, “el salto social”, aprobado por el Congreso<sup>43</sup>, que sostenía que de la depreciación surgiría la aceleración del crecimiento económico.
- ii. Para coordinar la política monetaria entre el Banco de la República autónomo y el Gobierno, Perry propuso crear otro organismo, una especie de nueva Junta Monetaria.
- iii. Perry manifestó también el interés del Gobierno en seguir recibiendo el señoraje derivado de la revalorización de las reservas fruto de la devaluación. Se trataba de echar para atrás las medidas de los años ochenta, que habían cerrado una fuente de emisión a favor del Gobierno: la monetización de las utilidades de la Cuenta Especial de Cambios.

39 En 1994, la banda se movió hacia abajo para permitir alguna apreciación del peso y evitar la emisión para defender el piso de la banda, lo que provocó las protestas del Gobierno entrante en agosto de ese año.

40 La posición del equipo económico del gobierno Samper frente al Banco de la República se describe en Marulanda (1999), *op. cit.*, p. 209.

41 El equipo económico del gobierno Samper, al comienzo de su período, planteó que no se debía tratar de reducir la inflación con la política del Banco de la República, sino a partir de la concertación con los sindicatos, gremios y empresas y así obtener metas menores de crecimiento de los precios. Se trataba de la política de ingresos y salarios que defendían algunos economistas.

42 En particular, el ministro Perry criticó la Ley 31 de 1992, que reglamentó el texto constitucional sobre la banca central. Su posición se describe en Junguito (1995) y Steiner (1995).

43 El primer objetivo macroeconómico de este plan se denominó “La defensa de la tasa de cambio”. El documento planteaba que la devaluación real, que debía surgir de la restricción de los flujos de crédito externo, iba a estimular las exportaciones y el crecimiento económico. Aunque el manejo cambiario ya era una función de la junta del Banco de la República, el Gobierno lo incluyó como un objetivo central de sus planes de gobierno. Ver DNP (1994).

iv. Para Perry, el objetivo del Banco de controlar la inflación podía afectar la producción y el ingreso<sup>44</sup>. De esta forma, puso en duda la voluntad del Gobierno de luchar contra el alza de los precios.

Estas propuestas no prosperaron, probablemente porque el gobierno Samper, sumido en una profunda crisis política, no tuvo margen para impulsar cambios constitucionales y legales en el Congreso. De todas formas, en los años siguientes, los anuncios e intentos de reforma a las funciones y autonomía del Banco de la República que planteó ese Gobierno fueron numerosos. Ninguno de ellos hizo curso en el Congreso<sup>45</sup>.

En línea con su objetivo de buscar la devaluación de la tasa de cambio real y su propósito de controlar el endeudamiento externo, el gobierno Samper adelantó tiempo después otra iniciativa que, en buena medida, intentaba buscar la devaluación y asumir, en cierta forma, algunas de las atribuciones cambiarias autónomas de la Junta Directiva del Banco de la República. Se trató de la declaración de una emergencia económica en 1997 dirigida, precisamente, a buscar la devaluación del peso mediante la creación de impuestos y cargas a numerosas operaciones de endeudamiento externo. Esta maniobra también fracasó porque la Corte Constitucional echó para abajo la declaratoria de emergencia con el argumento de que los persistentes problemas cambiarios a los que aludía el Gobierno para argumentar sus medidas extraordinarias no eran imprevisibles ni sobrevenientes<sup>46</sup>.

A pesar de que los intentos de reforma y la emergencia económica no salieron adelante, es claro que

este tipo de debates, impulsados por el ministro de Hacienda – además presidente de la Junta Directiva del Banco de la República–, hacían muy difícil que en el organismo se pudiera consensuar sobre la orientación de la política antiinflacionaria, especialmente por la obsesión del Gobierno de provocar una devaluación real. Este es otro factor que en buen grado explica los mediocres resultados en materia de control de la inflación de esos años.

### C. *Grandes desequilibrios macroeconómicos 1994-1999*

Los crecientes desequilibrios macroeconómicos de la economía colombiana, especialmente a partir de 1994, dificultaron enormemente las tareas de la Junta Directiva del Banco de la República, como se aprecia en las cifras del cuadro 2.

- i. El déficit fiscal pasó de registrar valores reducidos, entre un 0,6 % y un 1 % del PIB en 1993 y 1994, a mostrar una tendencia creciente en los años siguientes: en 1998 y 1999 llegó a más del 4 % y 5,1 % del PIB. Esto fue consecuencia de la laxitud en el manejo fiscal, del aumento de transferencias de la nación a municipios y departamentos que ordenó la nueva Constitución y a la falta del necesario ajuste en los gastos e ingresos del Gobierno. El ajuste fiscal, infortunadamente, solo se dio después de la gran crisis de final del siglo.
- ii. Las reformas de los mercados de bienes y capitales trajeron consigo un *boom* de consumo e inversión que se alimentó de un fuerte crecimiento del crédito doméstico y del crédito externo. En paralelo aumentó el déficit del balance ahorro-inversión del sector privado.
- iii. Con la combinación de un creciente déficit privado y un déficit público en aumento, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos subió en forma sostenida: del 3,2 % del PIB en 1994 a casi un 8 % del PIB a comienzos de 1998, ya en plena crisis. La necesidad de financiar este enorme desequilibrio se convirtió en un factor de vulnerabilidad de la economía colombiana, que terminó en una gran

44 En realidad, el Banco siempre incorporó esta consideración en sus políticas antiinflacionarias, que seguían el mandato de la Constitución de desempeñar sus funciones “en coordinación con la política económica general” (artículo 371). Sin embargo, este argumento de Perry fue ampliamente discutido en esos años. Este asunto fue objeto de la sentencia C-481 de la Corte Constitucional en 1999, que eliminó la norma de la Ley 31 de 1992 que ordenaba que las metas de inflación debían reducirse todos los años. Ver Hernández (2017).

45 Un resumen de esos anuncios y proyectos de reforma a lo largo de la administración del presidente Samper se describe en Valencia C. (2023), pp. 183-196.

46 Ver Valencia C. (2023).

**Cuadro 2.**  
**Indicadores macroeconómicos 1991-2000**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Crecimiento (%) PIB</b>	2,4	4,4	5,7	5,1	5,2	2,1	3,4	0,6	-4,2	2,9
<b>Inflación (%) IPC</b>	26,8	25,1	22,6	22,6	19,5	21,6	17,7	16,7	9,2	8,8
<b>Índice Tasa de Cambio Real (ITCR) 1994 = 100</b>	130,4	117,3	113,8	100,0	95,0	91,3	87,4	95,1	109,7	123,7
<b>Déficit (-) cuenta corriente balanza de pagos (%) PIB</b>	4,0	1,3	-2,8	-3,2	-4,0	-4,1	-4,3	-4,1	0,7	0,8
<b>Déficit (-) fiscal (%) PIB</b>	-0,2	-1,4	-0,6	-1,0	-1,7	-2,8	-3,1	-4,0	-5,1	-4,5

Fuente: Promedios anuales calculados con base en las cifras de Junguito Bonnet (2016), pp. 415-416.

- crisis macroeconómica con el cierre de los mercados de capitales internacionales a partir de 1997.
- iv. Con el auge del gasto y la inversión privada, el crecimiento económico fue muy dinámico entre 1992 y 1995 (se registraron tasas del 4,4 %, 5,7 % y 5,1 %), pero comenzó a declinar en los años siguientes y, en 1999, en medio de la crisis, se produjo una contracción del 4,2 % (en 1997 se produjo una pequeña reactivación que, como se verá más adelante, fue alimentada por políticas expansionistas, monetarias y fiscales que indujo el gobierno del presidente Samper, precisamente cuando comenzaba la crisis internacional).
- v. La tasa de cambio real mantuvo una tendencia a la apreciación a lo largo de gran parte de la década, a pesar de todos los esfuerzos, discusiones y pronunciamientos en busca de su devaluación. De un valor de 130,4 en 1991, bajó a 100 en 1994 y a 87,4 en 1997, el valor más bajo del período. Como insisten numerosos autores, las políticas dirigidas a lograr una devaluación real, mediante devaluaciones nominales o medidas administrativas, están condenadas al fracaso si no se acompañan de una reducción del déficit fiscal (eso fue exactamente lo que sucedió en esos años en Colombia)<sup>47</sup>.

- vi. La inflación fue alta durante la mayor parte de la década –entre 19,5 % y 22,6 % de 1993 a 1996–. Solo comenzó a bajar con la desaceleración de la economía a partir de 1997.

En síntesis, la economía colombiana tuvo desequilibrios crecientes y sostenidos a partir de 1994, hasta que sufrió el colapso de 1998 y 1999. Era evidente que la revaluación real era el resultado de estos problemas, cuya corrección debía ser el fruto de una reducción del déficit fiscal que no se dio en esos años. Sin los necesarios ajustes macroeconómicos, la tarea del Banco de la República de lograr una revaluación real por medio de medidas nominales o controles a los capitales estaba destinada al fracaso. El fracaso de la tarea de reducir la inflación fue un subproducto de la lucha fallida de tratar de asegurar la devaluación real.

#### *D. Un balance sobre los años de la transición: 1991-1999*

A finales de los años noventa, en medio de una crisis macroeconómica de grandes dimensiones y después de ocho años de ser un ente independiente, el nuevo Banco de la República todavía no había logrado consolidarse en la vida institucional de Colombia. Hasta 1998 no había tenido resultados favorables en el mane-

47 Ver Vegh, Calvo y Reinhart (1994).

jo de la inflación y su contribución al buen manejo macroeconómico, según numerosos observadores, estaba en duda. Para ensombrecer aún más el panorama, su papel en la gestación de la crisis macroeconómica de fin de siglo fue fuertemente criticado por destacados analistas.

Ya que la Constitución le había otorgado la misión de reducir la inflación, el éxito o fracaso de la nueva entidad se podía juzgar a partir del examen de las cifras del IPC que el Dane producía mensualmente.

Es muy llamativo el balance de Alberto Carrasquilla al respecto, gerente técnico cuando se retiró de la entidad en 1998, siete años después de su consagración como entidad independiente<sup>48</sup>:

“Entre 1974 y 1990, [...] la inflación colombiana promedió 23.9 %. Entre 1993 y 1997, promedió 21.2 % [...].

No es satisfactorio para un exfuncionario de un banco central independiente, dotado de los instrumentos para haber logrado resultados similares a los de otros bancos colegas, dar cuenta de esta realidad.”

Por otra parte, en 1998 y 1999, la economía colombiana sufría una de las más graves crisis de su historia, y el Banco de la República estaba en medio del huracán. Se había producido una caída del PIB superior al 4 % en 1999 y el desempleo había superado el 20 %. La pobreza llegó a niveles récord y estaba comprometida la viabilidad del Estado y de la sociedad colombiana.

En algunos medios se debatía si el manejo monetario había tenido responsabilidad en la gestación de la crisis. Aunque se aceptaba que el cierre abrupto de los mercados internacionales de capitales –un episodio del denominado *sudden stop*, fruto de las crisis rusa y asiática– había sido el detonante, también era claro que ciertas políticas domésticas habían elevado peligrosamente la vulnerabilidad de la economía a los

choques que se originaron en el exterior. Entre esas políticas se cuentan el marcado desequilibrio fiscal, la agresiva política de reactivación económica durante 1997 y la falta de vigilancia del sector financiero. Todo esto ocurría en medio de la incertidumbre por la crisis política de la época y el avance de las guerrillas y de la violencia en el país.

Es claro que el laxo manejo monetario de 1997 contribuyó a la crisis de la economía en 1998. Con el propósito de impulsar una reactivación –a finales de 1996 y comienzos de 1997 se había contraído el PIB trimestral–, y a pesar del creciente déficit fiscal y el desequilibrio de la cuenta corriente de la balanza de pagos, el Gobierno adelantó una agresiva política de estímulo a la demanda agregada que se mantuvo incluso cuando ya estaba en marcha la crisis internacional. La política expansionista incluyó un aumento del déficit fiscal, una relajación de la política monetaria y una reducción de las tasas de interés<sup>49</sup>. En consecuencia, el déficit en cuenta corriente se elevó aún más y se alimentó el ataque a la banda cambiaria; las reservas cayeron y sobrevino la posterior crisis del sector real. El déficit en cuenta corriente, al final de 1997, llegaba al 5,8 % y en el primer trimestre de 1998 superaba el 8 % del PIB<sup>50</sup>. La crisis ya estaba en plena evolución en los primeros meses de 1998<sup>51</sup>.

49 La crítica que hace del manejo monetario de 1997 el propio gerente técnico del Banco de la República es reveladora. Ver Carrasquilla Barrera (1999), pp. 287-311. También son importantes las críticas de Echeverri (1999) a la política monetaria de ese año. Por su parte, el mismo ministro Ocampo (1997) hace un detallado recuento de las medidas que impulsó el Gobierno para reactivar la economía, especialmente por medio del relajamiento de la política monetaria. Ver, también, Marulanda (1999), pp. 220-222.

50 Es interesante constatar que en el informe del Banco de la República al Congreso de marzo de 1998, ya en plena crisis, no se hace ninguna mención de la situación internacional, en particular de los eventos del sudeste asiático en julio y agosto del año anterior. Ver Banco de la República (1998).

51 Ese año, los miembros de la Junta Directiva eran: el gerente Miguel Urrutia, el ministro José Antonio Ocampo y los directores Roberto Junguito, Salomón Kalmanovitz, Antonio Hernández, Leonardo Villar y Luis Bernardo Flórez. Los tres últimos habían sido nombrados por el presidente Ernesto Samper. Junguito fue miembro de la Junta Directiva hasta 1999, cuando fue nombrado representante de Colombia ante el FMI.

Además de la política expansionista de 1997, el Banco de la República recibió otras críticas por sus acciones u omisiones antes y durante el desencadenamiento de la crisis.<sup>52</sup> Juan Camilo Restrepo, quien sería ministro de Hacienda en agosto de 1998, fue especialmente agudo en sus críticas por las altas tasas de interés de la primera mitad de 1998, cuando el Banco trató de defender el techo de la banda cambiaria con políticas restrictivas<sup>53</sup>.

En un interesante artículo, Juan José Echavarría y sus coautores analizaron econométricamente la importancia de las causas internas y externas de la crisis de 1998-1999 y concluyeron que “Las variables ‘locales’ tuvieron una influencia central en la evolución de la actividad económica en la crisis de fin de siglo [...]”. Y añadieron: “tres factores ‘locales’ desempeñaron un papel central: la compleja situación política y la escalada de la violencia durante las administraciones Samper y Pastrana y las políticas fiscales y monetarias adoptadas”<sup>54</sup>.

A todo lo anterior se suman los señalamientos a las autoridades por la deficiente supervisión y regulación del sector financiero, especialmente en lo relacionado con los créditos de vivienda del sistema UPAC<sup>55</sup> y en la vigilancia de los bancos públicos, que fueron el centro de la crisis financiera de fin de siglo. En realidad, uno de los focos centrales de la crisis fue la situación de esas entidades del Estado, gerenciadas deficientemente, politizadas y, en muchos casos, corruptas<sup>56</sup>.

Es importante destacar que fue gracias a los recursos e instrumentos de Fogafín, una entidad que se había creado en 1985<sup>57</sup>, que fue posible dar un acertado manejo a los problemas del sector financiero sin comprometer la estabilidad monetaria y cambiaria del país<sup>58</sup>.

En conclusión, al finalizar este período no existía un consenso sobre la conveniencia y las ventajas del manejo monetario y cambiario en manos de la Junta Directiva del Banco de la República independiente. Había cuestionamientos, internos y externos, a las políticas y a los resultados obtenidos<sup>59</sup>. La formación de un consenso tecnocrático alrededor de las políticas y resultados de las funciones de la Junta Directiva independiente exigía un replanteamiento total.

#### IV. Un nuevo consenso tecnocrático: Flotación cambiaria y la inflación objetivo

El prestigio y la credibilidad de los que hoy goza el Banco de la República, ganados por los buenos resultados en materia inflacionaria, así como por su contribución a la estabilidad macroeconómica de las últimas décadas, se deben, en buena parte, al oportuno y profundo replanteamiento de sus políticas y estrategias a partir de la crisis de la economía en 1999. Esta es la base del nuevo consenso tecnocrático que se ha consolidado en Colombia alrededor de la política monetaria y cambiaria.

Después de la crisis de la economía en 1999, de la mano del Fondo Monetario Internacional, entidad con la que el país firmó un proceso de ajuste, la Junta Directiva del Banco de la República aplicó una reingeniería total de sus políticas. Su primera gran decisión fue dejar flotar la tasa de cambio, una medida que eliminó la principal limitación de las políticas de la Junta Mo-

52 La explicación de las causas de la crisis, a cargo del gerente del Banco de la República de la época, se encuentra en Urrutia y Llano (2011).

53 El punto de vista del primer ministro de Hacienda de la administración Pastrana es presentado por Restrepo Salazar (1999). Por su parte, el desempeño del Banco de la República en la crisis de 1998 a 1999 lo analiza David Peña-Reyna, en José Darío Uribe, editor (2017) pp. 437-464.

54 Ver Echavarría, González, López y Rodríguez (2012).

55 La crisis de las corporaciones de ahorro y vivienda se originó en numerosas causas relacionadas con fallos de diseño y regulación. En particular, desde 1992 se ligó el cálculo de la UPAC a la tasa de captación DTF, de tal forma que cuando la DTF se elevó notablemente en 1998, el costo de los créditos de vivienda creció muy por encima del aumento de los ingresos de los deudores.

56 Ver Correa (1999).

57 Ley 117 de ese año.

58 Ver Caballero y Urrutia (2005).

59 Ver Valencia C. (2023), pp. 196-211.

netaria y de los primeros años de vida del Banco de la República independiente.

La flotación del peso terminó la larga tradición – originada en 1967– de manejo administrado de la tasa de cambio por medio del *crawling peg* y, continuada más adelante, con las bandas cambiarias. La flotación, por fin, permitió que la Junta Directiva pudiera controlar la política monetaria.

Aunque el peso colombiano ha flotado libremente desde 1999 y el país se ha acostumbrado a ello, en algunas oportunidades han reaparecido las viejas que-rencias cambiarias y el apego al *crawling peg*, manifiestos en forma de presiones a la Junta Directiva para que controle la tasa de cambio real. Uno de los casos más críticos ocurrió en el gobierno del presidente Álvaro Uribe, cuando se estaba presentando una fuerte revaluación a causa del *boom* de precios de algunas materias primas. Por la intervención del propio mandatario se intentó poner contra la pared a la Junta Directiva e, incluso, se estudiaron iniciativas para que el gobierno fijara directamente la tasa de cambio por medio de un decreto de emergencia económica<sup>60</sup>. Por fortuna, esta iniciativa fracasó: no contó con el apoyo de su propio equipo económico, enfrentó serias objeciones jurídicas y el rechazo de importantes sectores gremiales.

Una vez tomada la decisión de dejar flotar la moneda, la Junta Directiva introdujo la nueva estrategia de la inflación objetivo, por medio de la cual esta reaccionaría directamente, con alzas o bajas de la tasa de interés, para tratar de hacer que la inflación converja hacia una meta. Sin embargo, durante el período de transición, el Banco mantuvo por un tiempo un corredor indicativo de la base monetaria como guía de la política antiinflacionaria<sup>61</sup>.

60 Ver Valencia C. (2023), pp. 361-378. En realidad, los esfuerzos del presidente Uribe para tratar de lograr una devaluación real replicaron los del gobierno Samper. En los dos episodios, los impulsores de esa iniciativa no propusieron reducir el déficit fiscal y aumentar el ahorro para lograr los efectos deseados sobre la tasa de cambio real.

61 Esta estrategia dual –inflación objetivo con seguimiento de la base monetaria– se describe en la Junta Directiva del Banco de la República (1999). En el documento de Hernández y Tolosa (2001) se menciona

Más adelante, la Junta Directiva hizo definitivamente a un lado el seguimiento de la base monetaria y se enfocó completamente en la inflación objetivo. En consecuencia, el ancla nominal de la economía pasó a ser la misma meta de la inflación.

Al desechar el objetivo de controlar la cantidad de dinero, en Colombia se determinó, al igual que en otros países, que la variable operacional para el desarrollo de la política monetaria sería la tasa de interés que controla el Banco de la República, cuyo manejo se rige, a grandes rasgos, por una conocida función de reacción: la regla de Taylor. Así, las decisiones de la Junta se conectan con la evolución de las metas de inflación, las expectativas y el comportamiento de la economía.

La adopción de la estrategia de la inflación objetivo en Colombia fue, como había sido la introducción de las bandas cambiarias en 1994, una innovación que los economistas del Banco habían estudiado en la teoría existente, en la aplicación en otros países y en las discusiones con colegas de otras latitudes. La inflación objetivo se había estrenado en Nueva Zelanda en 1989 y, cuando se implantó en Colombia, ya era seguida por ocho países, entre ellos Canadá, Reino Unido, Suecia e Israel<sup>62</sup>, y era el instrumento más avanzado para el manejo monetario en países con flexibilidad cambiaria.

Más concretamente, la adopción de la estrategia de la inflación objetivo en 1999 fue, en realidad, la cul-

---

que ambos sistemas se mantienen durante algún tiempo, y que en ese período se hace énfasis en el análisis de la evolución de los agregados monetarios, sus demandas, velocidades y otras variables tradicionales. La descripción formal de la estrategia dual se encuentra en Junta Directiva del Banco de la República (1999). La descripción formal de la estrategia dual se puede consultar en Nota editorial (2000). Los corredores de la base se abandonaron cuando el equipo técnico del Banco perfeccionó sus modelos de pronóstico de la inflación y de análisis de la transmisión de la política monetaria. Los autores señalan que “Era posible avanzar hacia un esquema IO más sencillo, [...] sin una meta intermedia de agregados monetarios, pero para ese paso era necesario mejorar el sistema de pronóstico de inflación y los mecanismos de transmisión de la política monetaria”. Ver López E., Vargas H. y Rodríguez N. (2017).

62 Ver Roger (2010). En 1999 se implementó en Brasil, Chile y Colombia.

minación de un proceso gradual que había empezado en 1995. Este proceso lo lideró José Darío Uribe y lo impulsó el equipo técnico del Banco de la República. Ese año, 1995, los técnicos del Banco hicieron una evaluación crítica de los instrumentos y resultados de la política monetaria. En esa oportunidad, el uso de agregados monetarios como metas intermedias de la política antiinflacionaria fue cuestionado por Uribe y su equipo. En los años siguientes, Uribe analizó la experiencia que Suecia y otros países habían tenido con la inflación objetivo, y, con el apoyo de una misión británica, el equipo del Banco construyó modelos para estudiar la transmisión de la política monetaria y la proyección de las tasas de inflación<sup>63</sup>.

En la práctica, la estrategia de la inflación objetivo se basa en el anuncio de las metas cuantitativas de inflación, en la información al público sobre las decisiones y en el uso de las herramientas adecuadas, especialmente las tasas de interés, para alcanzar dichas metas. Con la difusión de la información y el reiterado cumplimiento de las metas, la autoridad monetaria gana credibilidad, educa las expectativas de los operadores de los mercados y logra afianzar los resultados de sus políticas<sup>64</sup>.

La lucha contra la inflación de los años posteriores a la recesión de finales del siglo XX se facilitó porque, con el alto desempleo y los enormes excesos de oferta –fruto de la crisis macroeconómica–, el crecimiento de los precios se desaceleró, según lo esperado en la curva de Phillips. La inflación se redujo a un solo dígito en poco tiempo. Sergio Clavijo llamó a este fenómeno “desinflación fortuita”<sup>65</sup>.

La Junta Directiva aprovechó la caída de la inflación para consolidar la nueva estrategia, de tal forma que los buenos resultados obtenidos guiaran las ex-

pectativas de inflación y así se mantuviera a raya el crecimiento de los precios (Cuadro 3).

**Cuadro 3.**  
**Indicadores macroeconómicos 2001-2020**

	2001-2010	2011-2020
<b>Crecimiento (%) PIB</b>	4,09	4,08
<b>Inflación (%) IPC</b>	5,47	3,64
<b>Déficit (-) cuenta corriente balanza de pagos % PIB</b>	-1,78	-4,33
<b>Déficit (-) fiscal % PIB</b>	-3,47	-2,50

Fuente: Promedios anuales calculados con base en los datos de Roberto Junguito Bonnet (2016), pp. 556 y 569.

La adopción de la inflación objetivo exigió una tecnificación importante en el diseño y ejecución de la política monetaria. Ese esfuerzo elevó el carácter tecnocrático, altamente especializado, difícil de comprender o cuestionar por quienes no tienen una formación en materia de política monetaria moderna. En particular:

- i. La inflación objetivo requiere análisis e informes periódicos, estimaciones de metas de inflación, conocimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y un estudio detallado del comportamiento de la economía nacional e internacional. Estos documentos, preparados periódicamente por el grupo técnico, son de obligado estudio para la Junta Directiva.
- ii. La estrecha articulación de las relaciones entre la Junta Directiva y el equipo técnico del Banco se realiza por medio de reuniones, protocolos y procedimientos precisos de análisis de los documentos, insumos estos necesarios para la correcta toma de decisiones.
- iii. La discusión de los documentos, los pronunciamientos del equipo técnico y los análisis de los datos económicos conforman un modelo de trabajo ordenado, articulado, previsible y consistente que

63 Ver Villar (2017).

64 La estrategia y los pasos que siguió el Banco de la República son descritos en Gómez, Uribe y Vargas (2002).

65 Sergio Clavijo (2000).

termina en las deliberaciones y decisiones de la Junta.

- iv. La implantación de este modelo integra de manera armónica el trabajo de todo el Banco de la República, en particular de la Junta Directiva y el equipo técnico.

El éxito en la adopción de la inflación objetivo, reflejado en cifras de inflación estables de un dígito, propició un nuevo consenso tecnocrático. Generó legitimidad, prestigio y acatamiento a las decisiones de la Junta Directiva del Banco de la República (este acatamiento se mantiene, incluso, cuando la entidad debe elevar sus tasas de interés para combatir alzas transitorias de las cifras de inflación). El prestigio del Emisor se confirma, año tras año, con las mediciones que registran las encuestas, según las cuales el Banco de la República es la institución que genera mayor confianza entre los líderes de opinión del país<sup>66</sup>.

Con la consolidación de la estrategia de inflación objetivo, el Emisor configuró la tecnocracia económica más sofisticada del país. Lo es por sus procedimientos de selección de personal y por el uso de modelos y técnicas avanzadas cuyo diseño y aplicación exigen una alta preparación académica. Urrutia (2023) señala que la inflación objetivo ha inducido a una notable tecnificación en los trabajos del Banco de la República. Añade que esta entidad es “el banco central que más investigaciones técnicas publica en América Latina, siendo este nivel igual al de los principales bancos centrales europeos”. Y que “En un ranking reciente del Central Banking, esta publicación clasificó el equipo de investigaciones del Banco de la República como el mejor de América Latina y el número 14 del mundo”.<sup>67</sup>

La reproducción de este modelo de la inflación objetivo, probado y complejo, tiene vida propia. Cuando se vincula un nuevo miembro a la Junta Directiva

del Banco, este debe adaptarse a la manera de actuar, pensar y decidir de una organización sofisticada; debe comprender que hace parte de un mecanismo, con una historia probada en el país y en el exterior, al cual debe adecuarse y frente al cual puede tener algún margen de discrepancia en lo que se refiere a ciertas decisiones particulares, pero no en materia de su diseño y estructura general.

Es difícil que un nuevo ministro de Hacienda, situado en minoría en la Junta Directiva, pueda cuestionar los fundamentos de una metodología aceptada por varias generaciones de sus antecesores. Puede objetar, por ejemplo –de hecho ha sucedido varias veces–, la velocidad de los aumentos o de las reducciones de las tasas de interés, pero no puede oponerse, con probabilidad de éxito, a los fundamentos de las políticas de la Junta Directiva de acuerdo con la estrategia de la inflación objetivo.

La dimensión del consenso tecnocrático alrededor del Banco de la República independiente es bastante grande. Los mecanismos y protocolos de la inflación objetivo son aceptados en el sector financiero, el Gobierno, los gremios, las empresas, la prensa especializada y, en general, en toda la economía. Los procedimientos, la información en que se basa, las fechas de las reuniones, los resultados y las metas son conocidas y monitoreadas por los mercados.

A la difusión del consenso tecnocrático sobre la inflación objetivo contribuyen muchos profesionales. Los exfuncionarios del equipo técnico del Banco que se han vinculado al sector financiero han difundido los principios de la inflación objetivo y explican a los operadores del mercado sus características<sup>68</sup>. En la actualidad, más de 80 entidades financieras han construido modelos financieros y hacen pronósticos y proyecciones basadas en las técnicas y modelos del Banco de la

66 A lo largo de los años, la respuesta a la pregunta “¿Qué tanta confianza le generan las siguientes instituciones?”, ubica al Banco de la República en el primer lugar (81 % en 2023). Ver Panel de opinión de Cifras y Conceptos (2023), decimoquinta medición.

67 Ver Urrutia (2023), p. 240-241.

68 Personas como Andrés Langebaek, Juanita Téllez, Sergio Olarte y Munir Jalil se han convertido en una especie de predicadores de la doctrina de la inflación objetivo.

República.<sup>69</sup> Por otra parte, los profesores de economía enseñan todos los días los principios de la inflación objetivo y sus estudiantes aprenden, como antes lo hicieron sus padres, sobre el control de cambios y los mecanismos de la Junta Monetaria, que esa es la forma corriente de adelantar la política monetaria en Colombia y en otros países. Y los analistas y los periodistas especializados, en sus análisis y pronunciamientos, se mueven en el marco conceptual de la inflación objetivo.

## V. Conclusión

---

En materia de manejo monetario y cambiario, Colombia pasó de un sólido consenso tecnocrático que duró cerca de tres décadas –el de la Junta Monetaria y el control de cambios–, a otro, vigente hoy, el de la inflación objetivo y la flotación cambiaria, estrategia que se implementó a partir de 1999.

En la transición de un consenso a otro, el manejo monetario de la nueva Junta Directiva del Banco de la República en los años noventa conservó varias políticas y prácticas de la antigua Junta Monetaria. Pero, desde mediados de la década de los noventa, el equipo técnico del Banco analizó los nuevos instrumentos antiinflacionarios que se desarrollaban en el resto del mundo y se preparó para que el Emisor pudiera poner en marcha, más adelante, la estrategia de la inflación objetivo, una de las principales bases del nuevo consenso.

La Junta Directiva del Banco de la República autónomo comenzó a ejercer sus funciones en medio de complejas circunstancias en 1991: (i) no había en el mundo un consenso sobre las técnicas de banca central adecuadas de manejo monetario y cambiario; en particular, existían fundadas dudas sobre la eficacia de las metas monetarias intermedias y se ensayaba sin mucho éxito con las bandas cambiarias; (ii) la heren-

cia del consenso de la Junta Monetaria se manifestaba en la gran dificultad de las autoridades para alejarse de la rigidez cambiaria impuesta por la tradición del *crawling peg*, que se mantuvo, a grandes rasgos, con las bandas cambiarias; (iii) el Gobierno que comenzó sus funciones en 1994 cuestionó las bases de la reforma constitucional que le había dado autonomía al Emisor, y lo presionó para tratar de producir una devaluación real del peso al tiempo que se elevaba el déficit fiscal; (iv) la Junta Directiva desarrolló sus nuevas funciones en los años noventa, en medio de una economía que padecía fuertes desequilibrios macroeconómicos que terminaron en la gran crisis de 1998-1999.

Con estos antecedentes, no sorprende que los resultados del Banco de la República en materia de reducción de la inflación no hayan sido positivos en esos años.

Con la gran crisis de la economía de 1998 a 1999 se produjo un replanteamiento completo de la política del Banco de la República. En ese momento se modificaron radicalmente las bases del manejo monetario y cambiario. Se tomó la decisión de permitir la flotación del peso y se adoptó la estrategia de la inflación objetivo. Solo entonces quedó atrás la herencia de la Junta Monetaria.

Como en las crisis de 1967 y 1983, la reorientación de la política económica que se implantó a partir de 1999 ocurrió en el marco de las discusiones con el Fondo Monetario Internacional, una entidad que influyó en la adopción de las políticas del siglo XXI, especialmente en lo que se refiere a la flotación cambiaria.

El éxito del nuevo consenso tecnocrático fue el resultado del impulso de una nueva generación de economistas liderada por José Darío Uribe y el equipo técnico del Banco. El grupo contó con el apoyo decidido de la Junta Directiva del Emisor y se consolidó cuando Uribe asumió la gerencia general. La aceptación del nuevo consenso tecnocrático por parte de la sociedad no fue el resultado automático de la autonomía del Banco de la República decretada por la Constitución

---

69 Urrutia (2023), p. 240.

de 1991: se logró años después, a comienzos de la década del 2000, cuando el peso ya flotaba y se afianzaba con éxito la estrategia de la inflación objetivo. Sin embargo, es evidente que el desarrollo y el triunfo de esta nueva política y de la flotación del peso no habrían sido posibles sin un banco central independiente de la influencia de los gobiernos y de los agentes privados.

## Referencias

- Asesores de la Junta Monetaria (1988), Documento A-076, Programación monetaria trimestral, junio 15.
- Banco de la República (1987) Colombia: 20 años del régimen de cambios y de comercio exterior. Bogotá, 1987, Tomo 2.
- Banco de la República (1998) Informe al Congreso de la República. Bogotá, marzo.
- Caballero, Carlos y Miguel Urrutia (2005) Las crisis financieras del siglo XX. Bogotá, Fedesarrollo.
- Caballero Argáez, Carlos y Pilar Esguerra Umaña (2023) "Cien años de regímenes cambiarios en Colombia, 1923-2023" en Villar Gómez y Esguerra Umaña (2023), pp. 53-214.
- Carrasquilla Barrera, Alberto (1999). Estabilidad y gradualismo. Ensayos sobre la economía colombiana, Bogotá, TM Editores-Banco de la República. "¿Es inestable la demanda de dinero?", pp. 75-89, y "Agregados monetarios y diseño de la política de estabilización", pp. 103-131
- Cárdenas, Mauricio y Felipe Barrera O. (1996). "Sobre la efectividad de los controles a los flujos de capitales en Colombia", Coyuntura Económica, Volumen XXVI, No. 2, junio, pp. 101-125.
- Clavijo, Sergio (2000). Reflexiones sobre política monetaria e inflación objetivo en Colombia. Revista del Banco de la República, Vol. 73, No. 874, pp. 54-90.
- Correa, Patricia (1999). "Reflexiones sobre la coyuntura financiera", Revista del Banco de la República, Vol. 72, No. 859, mayo, pp. 19-48.
- Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República y Asesoría de la Junta Monetaria (1986). "Inversiones forzosas y sustitutivas del encaje", documento conjunto, septiembre.
- DNP (1994). El salto social. Bogotá, dnp.gov.com
- Dornbusch, Rudiger y Stanley Fischer (1993) Moderate Inflation, The World Bank Economic Review, Vol. 7, No. 1, pp. 1-44.
- Echavarría, Juan José, Andrés González, Enrique López y Norberto Rodríguez (2012). "Choques internacionales reales y financieros y su efecto en la economía colombiana", Banco de la República, Borradores de Economía, No. 728.
- Echeverri, Juan Carlos (1999) La recesión de fin de siglo en Colombia: Flujos, balances y política anticíclica. Bogotá, Revista de planeación y desarrollo. Vol. XXX, No. 2, junio, pp. 93-117.
- Edwards, Sebastián (1999). "How effective are Capital Controls?", NBER, WP 7413
- Fedesarrollo (1977). Coyuntura Económica, vol. VII, no. 3, pp. 54-55.
- Fedesarrollo (2007). Debates de Coyuntura Económica, "Controles de capitales en Colombia: ¿Funcionan o no?", No. 70, diciembre.
- Gómez, Javier, José Darío Uribe y Hernando Vargas (2002). The Implementation of Inflation Targeting in Colombia, Banco de la República, Borradores de Economía, No. 202.

- Hernández Gamarra, Antonio y José Tolosa Buitrago (2001). "La política monetaria en Colombia en la segunda mitad de los años noventa". Documento de trabajo, Borradores de Economía, no. 172.
- Hernández, Antonio y Juliana Jaramillo Echeverri (2017). "La Junta Monetaria y el Banco de la República", en José Darío Uribe (editor). *La historia del Banco de la República*, Bogotá, Banco de la República, pp. 185-273.
- Hernández Gamarra, Antonio (2023) Cien años de inflación en Colombia: Evolución y control, en Villar Gómez y Esguerra Umaña (2023), pp. 253-398.
- Hernández, Gerardo (2017). "La jurisprudencia de la Corte Constitucional y la autonomía del Banco de la República", en José Darío Uribe (editor), op. cit., pp. 385-410.
- Hombres, Rudolf (1988). "La insostenible oscuridad del Emisor", en *Estrategia Económica y Financiera*. Septiembre, número 25.
- Hombres, Rudolf y Armando Montenegro (1989). "Una propuesta para eliminar las inversiones forzosas", *Banca y Finanzas*, diciembre.
- Hombres, Rudolf, Armando Montenegro y Pablo Roda (1994). *Una apertura hacia el futuro, Balance económico 1990-1994*. Bogotá, Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Departamento Nacional de Planeación.
- Ibáñez, Jorge Enrique, "La Junta Monetaria", en Adolfo Meisel y Alejandro López (editores) (1990). *El Banco de la República, antecedentes, evolución y estructura*. Bogotá, Banco de la República, pp. 505-540.
- Jaramillo, Juan Carlos y Armando Montenegro (1984). *Indexación, manejo monetario y política macroeconómica*, en José Antonio Ocampo (editor), *La política económica en la encrucijada*, Bogotá, CEDE y Banco de la República.
- Junta Directiva del Banco de la República (1999). *Informe adicional de la Junta Directiva al Congreso de la República*, octubre.
- Junguito, Roberto (1995). "La independencia de los bancos centrales en entredicho: el caso colombiano". *Revista del Banco de la República*, No. 812, pp. 24-37.
- Junguito Bonnet, Roberto (2016). *Historia económica de Colombia en el siglo XX*, Bogotá, Universidad Sergio Arboleda.
- Junguito, Roberto (2017), "El Fondo Monetario Internacional y el Banco de la República", en José Darío Uribe (editor). *Historia del Banco de la República, 1923-2015*, pp. 582.
- Krugman, Paul (1987) "Posibles justificaciones al control de cambios", en *Banco de la República (1987)*, Tomo 2, pp. 122- 138
- Krugman, Paul (1991). *Target Zones and Exchange Rate Dynamics*, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, No. 3, pp. 669-682.
- López, Alejandro (1987). "Las minidevaluaciones en Colombia: un largo período de búsqueda de una tasa libre pero intervenida", en *Colombia: 20 años del régimen de cambios y de comercio exterior*, Banco de la República, Bogotá, 1987, Tomo 2, p.75.
- López E., Enrique, Hernando Vargas H. y Norberto Rodríguez N. "Estrategia de inflación objetivo", en José Darío Uribe (editor) (2017), op. cit., pp. 465-540.
- Marulanda, Óscar (1999). *Economía política del manejo macroeconómico en Colombia*. Bogotá, Universidad Jorge Tadeo Lozano, pp. 203-204.
- Meisel, Adolfo y Alejandro López (editores) (1990). *El Banco de la República, antecedentes, evolución y estructura*. Bogotá, Banco de la República.

- Meisel, Adolfo y María Teresa Ramírez (editores) (2017). *Tres banqueros centrales*, Bogotá, Banco de la República, pp. 271-308.
- Misas A., Martha, Hugo Oliveros y José Darío Uribe (1994). "Especificación y estabilidad de la demanda de dinero en Colombia", Banco de la República, Borradores de Economía, 011.
- Nota editorial (2000). "La estrategia de política monetaria", Revista del Banco de la República, Vol. 73, número 876, pp. 5-14.
- Ocampo, José Antonio (1977) *Memoria al Congreso Nacional*. Bogotá, República de Colombia, Ministerio de Hacienda.
- Ortega Acosta, Francisco José (1992). *Revista del Banco de la República*, Nota editorial, Vol. 65, Núm. 776, pp. III-XVII, junio.
- Panel de opinión de Cifras y Conceptos (2023), *decimoquinta medición*.
- Peña-Reina, David. *Historia del Banco de la República. Crisis de 1999*, en José Darío Uribe, editor (2017), op. cit., pp. 437-464.
- Roger, Scott (2010). *Veinte años de metas de inflación*, Finanzas & Desarrollo, marzo, pp. 46-49.
- Restrepo Salazar, Juan Camilo (1999). *Memoria de Hacienda 1998-99*, Tomo I. Bogotá, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- Steiner, Roberto (1995). *La autonomía del Banco de la República*. Bogotá, TM Editores y Fedesarrollo
- Uribe, José Darío (editor) (1987). *Historia del Banco de la República, 1923- 2015*. Bogotá, Banco de la República.
- Urrutia, Miguel y Jorge Llano (2011). *La crisis internacional y cambiaria de fin de siglo en Colombia*. Desarrollo y sociedad. Primer semestre, pp. 11-48.
- Urrutia, Miguel (2023) *Adaptación del Banco de la República a los cambios en la política monetaria, cambiaria y de crédito: 1923-2023 en Villar Gómez y Esguerra Umaña (2023)*, pp. 215-252.
- Valencia C, Gloria E. (2023). *Junta directiva del Banco de la República. Grandes episodios en 30 años de historia*. Bogotá, Banco de la República-Aguilar, pp. 183-196.
- Vegh, Carlos, Guillermo Calvo y Carmen Reinhart (1994). *Targeting the Real Exchange Rate: Theory and Evidence: IMF, Working Paper*.
- Vegh, Carlos A. (2013). *Open Economy Macroeconomics in Developing Countries*, Cambridge, Mass., MIT Press, p. 714.
- Villar, Leonardo (2017). "Jota Uribe: artífice de la estrategia de inflación objetivo y la política monetaria anticíclica en Colombia", en Adolfo Meisel y María Teresa Ramírez (editores) (2017). *Tres banqueros centrales*, Bogotá, Banco de la República, pp. 271-308.
- Villar Gómez, Leonardo y Pilar Esguerra Umaña (editores) (2023) *Ensayos de historia económica, Cien años del Banco de la República*. Bogotá, CAF-Banco de la República.
- Williams, John (1965). *The Crawling Peg, Essays in International Finance*, No. 50, Princeton University Press.
- Williams, John (1996). *The Crawling Band as an Exchange Rate Regime*. Washington DC, Institute for International Studies.