

FEDESARROLLO: 50 AÑOS DE INFLUENCIA EN POLÍTICA PÚBLICA

1970 - 2020



FEDESARROLLO

DE INFLUENCIA EN POLÍTICA PÚBLICA

50 AÑOS

“Fedesarrollo había sido concebido originalmente como una entidad recolectora de fondos para las universidades. Manuel Carvajal, uno de los dirigentes empresariales más prominentes del país había sido designado Presidente del Consejo Directivo y tenía la responsabilidad de seleccionar al Director Ejecutivo que pondría en marcha la institución ... Le expuse mi convencimiento de que al país le convendría disponer de un centro de investigación independiente y que para una empresa de esa naturaleza estaría complacido de colaborar con él ... Manuel aceptó la propuesta con entusiasmo si el centro de investigación demostraba su viabilidad y su capacidad de generar recursos. Con ese entendimiento acepté su invitación, y él me ofreció su apoyo.”

Rodrigo Botero, 1995

En “Reflexiones acerca del origen y primeras actividades de Fedesarrollo”

“Por mi parte, tenía los conocimientos, la experiencia gubernamental, los contactos internacionales, la energía y la confianza en mí mismo para asumir el riesgo calculado de demostrar la viabilidad de un centro de investigación económica y social independiente. En cierta forma, estaban alineados los astros para permitir que naciera en Colombia una institución nueva ... Hoy, tanto la tecnocracia, como Fedesarrollo, su cuna, refugio y sede, son reconocidas como partes del ordenamiento institucional colombiano. Dejo a otros la tarea de evaluar la contribución que han hecho a la modernización del país.”

Rodrigo Botero, 2020

En “Orígenes remotos de Fedesarrollo”



CAPÍTULO
10

Fedesarrollo y la Política Monetaria

Roberto Steiner Sampedro

Director Ejecutivo de Fedesarrollo entre 2009 y 2012. Fue Director del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República, Director del CEDE de la Facultad de Economía de la Universidad de Los Andes y Director Ejecutivo Alterno en el Fondo Monetario Internacional. Ha sido Consultor del Banco Mundial, el BID, el FMI y la CEPAL. Actualmente es Codirector del Banco de la República.

Para la elaboración de este capítulo conté con la muy valiosa colaboración de Miguel Benítez, Asistente de Investigación, y de Fenney Pérez y Patricia Monroy, bibliotecarias de Fedesarrollo. Agradezco comentarios y sugerencias de Patricia Correa, Eduardo Lora, Arturo Galindo y Rodrigo Suescún, sin que ello los comprometa con el contenido de este escrito.

I. Introducción

Desde su fundación en 1970, Fedesarrollo ha participado activamente en el debate en torno a la política macroeconómica. Esta tiene que ver, por supuesto, con temas monetarios, cambiarios y fiscales. En ocasiones se relaciona, incluso, con la política comercial y la financiera. Si bien en este capítulo me concentro en la política monetaria, haré frecuente referencia a asuntos cambiarios y fiscales, en tanto éstos en gran medida condicionan la política monetaria y son condicionados por ella. Evidentemente, la relación entre lo monetario y lo cambiario es función del régimen cambiario vigente, de manera que el análisis que se haga de la política monetaria dependerá en grado sumo del grado de flexibilidad de la tasa de cambio y de qué tan abierta se encuentre la cuenta de capitales. De igual manera, el vínculo entre lo monetario y lo cambiario no es independiente del acceso que el gobierno tenga al crédito de emisión del banco central.

El capítulo está organizado cronológicamente y en él describo y analizo la postura –y la posible influencia en la política pública– de Fedesarrollo en algunos de los episodios más retadores y controversiales de la política monetaria de las últimas cinco décadas. En particular, concentro mi atención en la bonanza cafetera de 1976; la recesión y crisis financiera de los ochenta; la afluencia masiva de capitales a comienzos de los noventa; el otorgamiento de autonomía al Banco de la República (BdR) en la Constitución de 1991; y la profunda crisis económica de 1999. En la última sección me refiero al sistema UPAC, un complejo y controversial esquema financiero sobre el cual Fedesarrollo hizo importantes análisis y planteamientos desde sus inicios y a lo largo de cerca de tres décadas.

No cabe duda de que hubo, además de los recién listados, otros episodios relevantes en la política monetaria colombiana del último medio siglo –incluidos la adopción

del régimen de inflación objetivo en el año 2000– el manejo de la crisis financiera global de 2008 y el colapso de los precios del petróleo en 2014. Por considerar que respecto al manejo de la política monetaria durante estos episodios se dio un gran consenso entre la tecnocracia colombiana, incluido Fedesarrollo, he optado por no considerarlos en este capítulo. Se trata, en mi opinión, de eventos donde las principales controversias hicieron referencia no a la política monetaria sino, sobre todo, a la fiscal. De otra parte, no profundizo en temas que, a pesar de haber sido altamente controversiales y sobre los que hubo bastante discusión entre diferentes analistas y hacedores de política, no suscitaron una participación activa por parte de Fedesarrollo. Destaco, entre otros, al controversial asunto de la apropiación por parte del gobierno de las utilidades de la Cuenta Especial de Cambios en la década de los 80s.

La metodología adoptada para establecer y analizar la postura de Fedesarrollo a través de los diferentes episodios narrados en este capítulo consistió en una exhaustiva revisión de:

- La revista *Coyuntura Económica* (CE), que durante mucho tiempo contuvo profundos análisis sobre la economía colombiana y las diversas posturas y críticas de Fedesarrollo a la política económica del gobierno de turno¹.
- *Debates de Coyuntura Económica*, los cuales, organizados desde 1986, reúnen a *policymakers*, investigadores y expertos, con el fin de enriquecer el debate sobre temas coyunturales de política económica.
- Artículos académicos elaborados por investigadores de Fedesarrollo que enriquecieron la discusión sobre los distintos episodios que acá analizo².
- Artículos de prensa, simposios y seminarios en donde participaron investigadores de Fedesarrollo.

Con el beneficio de mirar estos importantes eventos de manera retrospectiva, no tengo

¹ Durante un tiempo, un número al año de la revista trimestral de *Coyuntura Económica* se dedicó a analizar las economías andinas y se denominó *Coyuntura Andina* (CA). Posteriormente se convirtió en *Coyuntura Latinoamericana* (CL).

² Es importante aclarar que las investigaciones realizadas por diferentes investigadores de Fedesarrollo no necesariamente corresponden a la posición oficial de Fedesarrollo, la cual siempre ha estado en cabeza de su Director Ejecutivo.

duda que en ocasiones Fedesarrollo acertó y en otras se equivocó. En algunos episodios en que acertó –por ejemplo, cuando fue muy crítico de la política de esterilización de las entradas de capital a principios de los 90– con seguridad influyó en que se corrigiera el rumbo. En otras ocasiones tuvo razón, pero fue poco influyente. Un buen ejemplo de ello lo constituye las muy válidas críticas que durante años se hicieron a diversos aspectos del sistema UPAC. Por supuesto, también hubo planteamientos de Fedesarrollo que afortunadamente no influenciaron la política pública, destacándose en mi opinión la oposición de uno de sus principales investigadores a que se le otorgara autonomía al Banco de la República.

El régimen cambiario amerita comentario aparte. Fedesarrollo fue poco menos que revolucionario al proponer una ambiciosa liberalización del esquema cambiario para hacer frente a la bonanza cafetera de 1976. Aunque el control de cambios se relajó de manera importante en 1990, la flotación de la tasa de cambio solamente se incorporó a finales de 1999, en el contexto del esquema de inflación objetivo. Si bien desde 2000 Fedesarrollo ha apoyado casi que irrestrictamente el régimen de flotación cambiaria, tuvo opiniones encontradas en los meses que antecedieron a este fundamental cambio. Confío en que este escrito recoja adecuadamente las diferentes posiciones que se tuvieron a este respecto.

II. Bonanza cafetera de 1976: Fedesarrollo hace una propuesta audaz, de no muy buen recibo³

Como consecuencia de las fuertes heladas de 1975, la producción cafetera de Brasil se redujo de manera significativa. En razón a ello, el precio del grano se incrementó fuertemente y alcanzó niveles de \$2,40 por libra en 1977, cuando en promedio se

había ubicado en apenas \$0,50 entre 1970-1975 (Gráfico 1). Gracias a ello, los ingresos por exportación de café de Colombia –que venían creciendo menos del 10% en promedio durante el período 1970-1975– experimentaron aumentos de 46% y 52% en 1976 y 1977, generando una afluencia de divisas sin precedentes. Si bien tal coyuntura representaba una gran oportunidad para el país, que sufría de escasez crónica de reservas internacionales, habría de representar un importante reto para las autoridades económicas, en particular por las presiones inflacionarias que se derivaban de la acumulación de divisas.

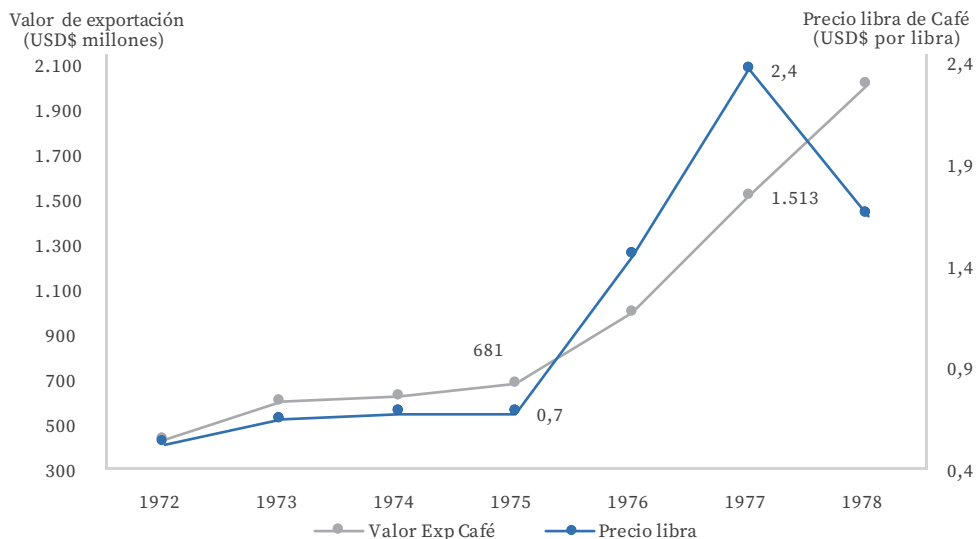
En un discurso en Pereira en agosto de 1976, el Presidente López manifestó que “la bonanza cafetera era de los cafeteros”⁴. En 1972 se había estipulado que cuando el precio internacional excediera USD\$ 0,54 la libra, el 35% se transferiría al productor en forma de mayor precio interno, el 30% para el Fondo Nacional del Café y el 35% para fortalecer los programas de inversión y desarrollo social en las zonas cafeteras. En 1975 se dispuso que una mayor parte del precio internacional se le transferiría al productor (CE, diciembre de 1976). Fedesarrollo criticó este postulado, que habría de condicionar en gran medida la política económica, por considerar que (i) era inequitativo desde el punto de vista regional y (ii) no favorecía el ahorro (CE, diciembre de 1976, pp. 12-20).

En virtud del sistema cambiario vigente desde la expedición del Estatuto Cambiario de 1967, la tasa de cambio se manejaba mediante un esquema de *crawling peg* consistente en devaluar gradualmente la moneda en función del diferencial de inflación entre Colombia y sus principales socios comerciales. Ello con el propósito de mantener la tasa de cambio real relativamente estable. Adicionalmente, desde 1967 operaba un férreo control de cambios que centralizaba en el Banco de la República la compra y venta de divisas. Las reservas internacionales, que durante 1970-1975

³ A lo largo de todos los subcapítulos me concentro en las posturas, opiniones e insumos técnicos que brindó Fedesarrollo durante el transcurso de cada acontecimiento y que pudieron o no haber influido en la toma de decisiones del momento. Por supuesto, con posterioridad a cada importante coyuntura Fedesarrollo llevó a cabo investigaciones que enriquecieron el análisis y la discusión de la política económica hacia adelante. Para el caso particular de la bonanza cafetera, encontramos importantes aportes, entre otros, en Perry y Junguito (1981) y Ocampo (1983, 1985, 1986a, 1989).

⁴ Véase Gómez (1978, pp. 274-275).

Gráfico 1.
Precio del café e ingresos por su exportación



Elaboración propia con base en Urrutia, *et al* (1999) y en datos de la Federación Nacional de Cafeteros.
Nota: El precio corresponde al promedio mensual de cada año.

habían representado en promedio apenas 2,7 meses de importaciones, llegaron a representar 13,4 meses de importaciones en 1979⁵. Esto implicaba un reto para la política monetaria puesto que el banco central, comprometido con devaluar gradualmente la tasa de cambio, no tenía autonomía sobre la oferta monetaria, la cual era endógena a lo que ocurriera en el sector externo. Con el propósito de contrarrestar el efecto inflacionario de la acumulación de reservas, el banco central y el gobierno hicieron uso de diversos instrumentos y medidas con el propósito de controlar el crecimiento de los medios de pago y frenar las presiones de demanda, entre las cuales se destacan los siguientes:

- **Liberalización de importaciones.** Desde comienzos del gobierno de López Michelsen en 1974 se emprendió una progresiva política de liberalización de importaciones, centrada en trasladar bienes y servicios que requerían licencia previa al régimen de libre importación. Dada la coyuntura de la bonanza cafetera, este proceso se aceleró en 1975: se redujeron un gran número de arance-

les, se eliminaron los depósitos previos y aumentó el cupo mensual de divisas (Fuentes, *et al.* 1976).

- **Política de encajes:** A finales de 1975 se estableció un encaje marginal de 100% sobre los depósitos en cuenta corriente de los bancos comerciales, el cual se eliminó en 1976 y se sustituyó por un incremento en el encaje ordinario sobre los depósitos a la vista, que llegó a ser de 39,5%. En febrero de 1977 se volvió a establecer el encaje marginal del 100% sobre los depósitos en cuenta corriente, todo ello con el fin de reducir el crecimiento del crédito al sector privado y disminuir el multiplicador monetario (Sánchez, *et al.* 2005).
- **Certificados de cambio:** En abril de 1976 se estableció el régimen de certificados de cambio. A través de este mecanismo el Emisor compraba las divisas por exportación de café⁶ emitiendo certificados en favor de quien reintegraba las divisas, los cuales podían ser redimidos inmediatamente en el Emisor con un descuento sobre la tasa oficial, o en un período de 3 a 6 meses a la tasa oficial vigente en ese momento, o negociarse

⁵ Según cifras del Banco Mundial.

⁶ Posteriormente se extendió a la exportación de otros productos.

en el mercado secundario. En la práctica, el esquema permitía revaluar la tasa de cambio y diferir la monetización de gran parte de las divisas, esterilizando su efecto monetario.

- *A través de la Resolución 14 de 1976, la Junta Monetaria restringió al endeudamiento externo de particulares* y en 1977 se implementó un encaje marginal del 100% sobre todas las operaciones en moneda extranjera de los bancos comerciales.
- *Reducción del gasto y del endeudamiento público*, para lo cual el gobierno decidió aplazar la ejecución de buena parte del presupuesto de 1976 y 1977.

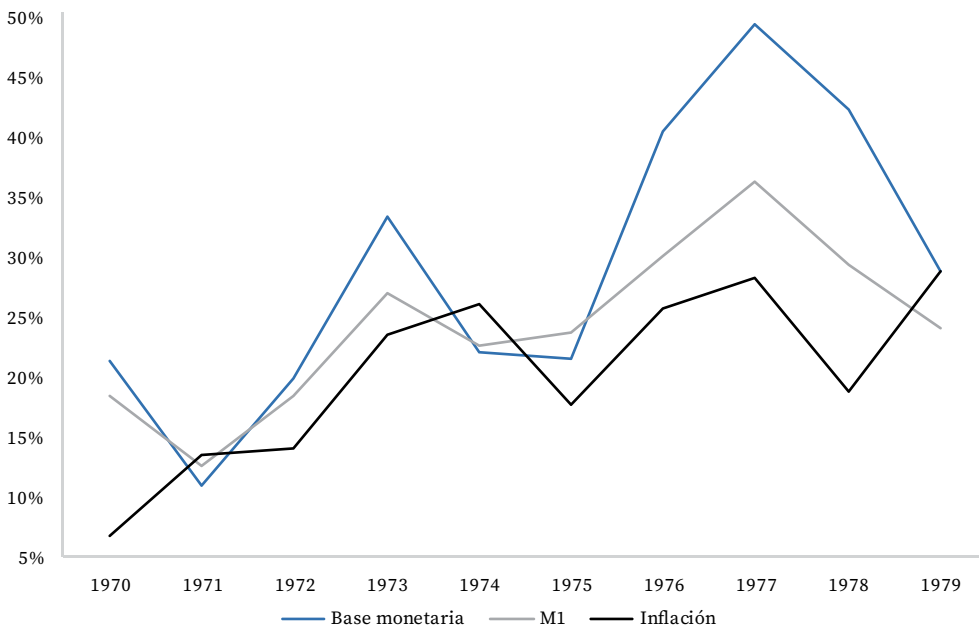
Las medidas encaminadas a frenar el crecimiento de la base monetaria no fueron muy efectivas, toda vez que ésta aumentó 41% en 1976 y 49% en 1977. Mayor efectividad tuvo la política de encajes, la cual redujo en 13% el multiplicador lo que logró frenar ligeramente el aumento de los medios de pago (Gráfico 2). Consecuentemente, la inflación

—que había sido de 18% en 1975— alcanzó 26% y 28% en los dos años siguientes, en contraste con las aspiraciones del gobierno de reducirla a 15% en 1976 (CA, octubre de 1976). De hecho, la inflación anual alcanzó a ubicarse en 41% en mayo de 1977.

Siendo Roberto Junguito Director Ejecutivo, Fedesarrollo estimó como adecuadas pero limitadas la mayoría de medidas adoptadas para hacerle frente a la amenaza inflacionaria. Desde que inició la bonanza cafetera y se disparó la acumulación de reservas, la institución señaló los riesgos de continuar con el sistema cambiario vigente. En julio de 1976 manifestó que al ser “obligatorio para el Banco de la República comprar todas las divisas que entran al país” se dificultaba “el manejo de la política monetaria”. Esto podía “restringir la actividad en ciertos sectores de la economía para neutralizar el mayor ingreso del sector cafetero”. Ante esto, sugirió revisar sino eliminar por completo el sistema de control de cambios (CE, julio de 1976, pp. 72).

Esta postura fue reiterada en más de una oca-

Gráfico 2.
Crecimiento de los agregados monetarios e inflación



Elaboración propia con base en Urrutia, et al, (1999).

sión. La institución era consciente de que el manejo cambiario vigente: (i) “no le [ofrecía] independencia y autonomía al manejo de la cantidad de dinero”; (ii) “[subordinaba] la política económica” al objetivo de acumular divisas; y (iii) dificultaba “el propósito de reducir la inflación.” (CE, mayo de 1977, pp. 40 y 104). Señalaba Fedesarrollo que, para mitigar las consecuencias de este régimen cambiario, la Junta Monetaria se veía forzada a expedir “una gran cantidad de resoluciones (...) para regular aún más un mercado ya excesivamente intervenido” (CE, agosto de 1977, pp. 56).

“Únicamente a través de un mercado de divisas más libre”, concluía Fedesarrollo, las autoridades monetarias podrían “armonizar los presupuestos cambiarios con los presupuestos monetarios” (CE, agosto de 1977, pp. 56), “programar la acumulación de reservas (...) según sean las exigencias de la política monetaria” (CE, mayo de 1977, pp. 105) y controlar adecuadamente el nivel de precios (CE, agosto de 1977, pp. 56).

Las propuestas de liberar el mercado cambiario y permitir la revaluación de la moneda encontraron una férrea oposición por parte del banco central. En las Notas Editoriales de la Revista del Banco de la República de agosto de 1976 se señalaba que “la idea esbozada en algunos círculos acerca de una posible revaluación de la divisa por circunstancias transitorias de la bonanza cambiaria presentaría el peligro de desalentar las exportaciones no tradicionales e inclusive a la industria”.

Respecto de la problemática que generaría una posible apreciación de la tasa de cambio, en mayo de 1977 Fedesarrollo señaló que, en virtud de la elevada inflación, la tasa de cambio real ya se encontraba bastante revaluada. Por ende, “no [eran] claras las ventajas de conservar el control de cambios; tal vez [eran] mayores las desventajas”. Si, por el contrario, se liberaba el mercado de divisas, sería de esperar que hubiera primero una

revaluación, pero que muy posiblemente esta tendencia se revirtiera gradualmente y “simultáneamente, [tendrían] más posibilidades de éxito las políticas de control monetario y de reducir la inflación” (CE, mayo de 1977, pp. 105). Contrario a lo que consideraban las autoridades, Fedesarrollo tenía claro que, si bien el gobierno podía controlar la tasa de cambio nominal, era muy poco lo que podía hacer para influenciar la tasa de cambio real y, si era inevitable que esta última se apreciara, no era deseable que el mecanismo para lograrlo fuese a través de una mayor inflación.

La postura de Fedesarrollo de liberalizar el manejo cambiario en 1976 era bastante revolucionaria para su época⁷ y, mirado en retrospectiva, de haber sido tomada en consideración, probablemente habría significado un fortalecimiento sustancial del arsenal de instrumentos de manejo macroeconómico. Infortunadamente, en ese momento Fedesarrollo no tuvo mucha influencia en la política económica y, de hecho, unos años después cambió la posición de la institución respecto a liberalizar el mercado cambiario. En 1979, ante las alertas de una nueva helada en Brasil que podía generar retos similares a los de 1976, Fedesarrollo se alejó de los planteamientos de liberar el mercado cambiario, desestimándolos como una propuesta poco conveniente (CA, julio 1979)⁸.

III. Recesión y crisis de los 80s: Fedesarrollo critica la política de “pare y siga” y cuestiona el acuerdo con el FMI⁹

La bonanza cafetera culminó a finales de 1979, revirtiéndose rápidamente el superávit comercial. A ello se le sumó el estallido,

⁷ El esquema de control de cambios y devaluaciones gota a gota tuvo una enorme aceptación entre los economistas del país, incluso hasta finales del siglo 20. Lo ilustra el hecho de que, cumplidos 20 años del Estatuto Cambiario, en 1987 se llevó a cabo un seminario conmemorativo en el cual fue generalizado el atribuirle buena parte del relativo éxito económico del país al control de cambios y al crawling peg. En él participaron economistas de gran renombre, entre ellos Paul Krugman quien en su ponencia defendió las bondades de establecer controles a la movilidad de capitales bajo ciertas circunstancias (Steiner 1987, 2017).

⁸ Existían posturas intermedias como la de Perry y Junguito (1981); si bien sugerían continuar con el control de cambios, proponían revaluar súbitamente la moneda para evitar la presión inflacionaria de una transitoria bonanza comercial.

⁹ Durante los años posteriores a los de los acontecimientos aquí narrados, en Fedesarrollo se elaboraron importantes estudios y análisis sobre el tema, entre otros por Lora y Ocampo (1986a), Ocampo (1986b), Echavarría (1987), Lora (1991b), Carrasquilla, et al. (1994), y Suescún (1997).

a inicios de 1980, de una fuerte recesión en varios países industrializados, que rápidamente contagió a América Latina, deteriorando aún más las exportaciones colombianas y limitando y encareciendo el acceso al financiamiento externo. En 1980, siendo Director Ejecutivo Miguel Urrutia, Fedesarrollo señaló con preocupación que la economía se estaba desacelerando, lo que suscitó una acalorada discusión con el gobierno puesto que, según Fedesarrollo, las cifras del DANE y el DNP se encontraban atrasadas, mal calculadas y ocultaban la ralentización de la economía. Tal situación puede apreciarse en el siguiente apartado de *Coyuntura Económica*.

A este fenómeno ha contribuido una serie de fallas en las estadísticas del DANE sobre la producción industrial, y retrasos inexplicables en indicadores como los de desempleo. Pero con base en datos de entidades privadas como Fedesarrollo y los gremios, más las estadísticas oficiales, no era fácil ignorar el estancamiento económico de 1980 (CE, octubre 1980, pp. 7).

Unos meses después –a comienzos de 1981– se hacía evidente lo señalado por Fedesarrollo sobre la desaceleración de la actividad económica. Esta se había expandido 3,2% en los últimos trimestres de 1980, en contraste con expansiones de 8,5% y 5,4% en 1978 y 1979¹⁰. Tal situación sorprendió a Colombia con una incómoda situación fiscal, toda vez que el gobierno había emprendido ambiciosos proyectos de inversión pública basados en recursos transitorios –propios de una bonanza externa– con los que ya no contaba¹¹. Desde 1980, el desbalance fiscal pasó a ser financiado mediante emisión primaria, cuyo efecto monetario era contrarrestado con operaciones de mercado abiertas (OMAs). En el frente externo, el déficit comercial –que alcanzó 3,9% del PIB en 1981– comenzó a determinar una acelerada pérdida de reservas. Estas se redujeron al equivalente de 4,6 meses de importación en 1981, lo que constituyó otro importante factor de contracción monetaria.

Fedesarrollo criticó esta postura monetaria –expansionista por cuenta del crédito al gobierno y contraccionista a través de OMAs y de pérdida de reservas – que denominó como de “pare y siga”; por un lado, la emisión frustraba cualquier intento por reducir la inflación, mientras que la contracción a través de OMAs y la desacumulación de reservas atentaban contra la reactivación económica (CE abril de 1981, pp. 94). “Hoy en día hay consenso sobre los inconvenientes del pare y siga monetario y no se sabe por qué las autoridades monetarias se empeñan en este tipo de manejo” (CE, octubre, 1981, pp. 69).

El reto de política económica, que se hacía evidente en 1982, era cómo lograr reactivar la economía en un contexto en donde, en virtud del sistema cambiario de *crawling peg*, el déficit de la balanza de pagos determinaba una acelerada pérdida de reservas y contracciones de la base monetaria, que deterioraban aún más la actividad económica. En efecto, la base monetaria –que había crecido en promedio 40% durante 1976-1980– se desaceleró y creció 23% y 19% en 1981 y 1982. Tal comportamiento de los agregados monetarios fue determinando alzas sustanciales en las tasas de interés, con las de captación promedio de los bancos alcanzando 40% en enero de 1982.

La política monetaria para hacer frente a tal situación atravesó por varias fases. En un primer momento se centró en reducir las elevadas tasas de interés –que comenzaban a deteriorar la calidad de la cartera– y eliminar restricciones que existían sobre el mercado crediticio. Para ello (i) se eliminó el encaje marginal del 100% sobre los depósitos corrientes que se había establecido en febrero de 1977; (ii) el gobierno convocó a un gran pacto entre las instituciones financieras para reducir de buena fe y de manera unánime las tasas de interés bancarias. A esto se le denominó “Pacto de Caballeros”, arreglo que en su momento se cuestionaba desde un punto de vista técnico y que hoy sería totalmente inaceptable, además, por su evidente e infortunado sesgo de género.

¹⁰ Todas las cifras utilizadas en esta sección provienen de las estadísticas históricas del DNP, compiladas en 1999 y actualizadas en 2010.

¹¹ Al respecto, Fedesarrollo fue un gran crítico de financiar proyectos de inversión de largo plazo con ingresos transitorios de corto plazo (CA, julio de 1981, pp. 56).

Fedesarrollo coincidía con el gobierno en la necesidad de reducir los encajes y las tasas de interés, pero criticó el “Pacto de Caballeros” por cuanto en su opinión la Junta Monetaria tenía facultades para intervenir directamente las tasas de interés, lo cual no fue materia de discusión en el pacto. Ello se observa en el siguiente fragmento de *Coyuntura Económica*:

El acuerdo entre el gobierno y los bancos suscita algunas reflexiones. La Junta Monetaria tiene amplias facultades para establecerles topes máximos a las tasas de interés que no fueron materia del acuerdo. No es fácil entender por qué no se le dio mayor apoyo institucional a la decisión y por qué no se procedió a expedir las normas que la hicieran compulsiva. No puede interpretarse como sería una política en la cual en las resoluciones oficiales se dice que las tasas de interés son libres y, por otro lado, se formula un acuerdo de caballeros para que ello no sea así (CE, abril de 1981, pp. 102).

En 1982, siendo Director Ejecutivo Carlos Caballero¹², Fedesarrollo fue muy crítico del manejo monetario que, a su juicio, era en exceso contraccionista. Ello puede resumirse en este fragmento de *Coyuntura Económica*:

[La política monetaria] corre en dirección contraria a la de las necesidades de reactivación de la demanda agregada. Parecería ser que el gobierno no hubiera caído todavía en cuenta de la magnitud de la disminución en la demanda agregada ni de la contracción monetaria que se origina en el sector externo, como tampoco de la exigencia que ambos factores imponen de una revisión fundamental de las políticas restrictivas que se han venido aplicando (CE, diciembre 1982, pp. 11).

La propuesta de Fedesarrollo para hacer frente al desequilibrio externo y a la recesión se centró en (i) acelerar el ritmo de devaluación (CE, octubre de 1982), tanto para frenar la desacumulación de reservas como para incentivar las exportaciones y

revertir el déficit comercial y (ii) reducir las tasas de interés de los instrumentos financieros oficiales, para presionar a la baja las tasas de interés del mercado financiero.

Entre la segunda mitad de 1982 –cuando asume el gobierno Belisario Betancur– y hasta 1984, se adoptaron un conjunto de medidas de reactivación económica y comercial, entre las cuales se destacan las siguientes:

- i. El BdR redujo el descuento de los certificados de cambio, que Fedesarrollo propuso eliminar totalmente tanto “por razones cambiarias como monetarias” (CE, diciembre de 1982, pp. 85). Con esta medida se buscaba inducir una mayor devaluación de la tasa de cambio.
- ii. En línea con las recomendaciones de Fedesarrollo, el gobierno redujo de forma coordinada con el BdR las tasas de interés de los títulos del BdR y de los depósitos en bancos oficiales, para presionar a la baja las tasas de interés (CE, diciembre de 1982, pp. 110).
- iii. Se aumentaron los aranceles y otras restricciones a las importaciones, lo que Fedesarrollo consideró acertado y que posteriormente habría de recomendar impulsar con más fuerza.

En marzo de 1983 Fedesarrollo propuso otras medidas, entre las que se destacan (i) mayor control a las importaciones y subsidios a las exportaciones; (ii) acelerar la devaluación; (iii) aumentar el endeudamiento externo público para financiar el déficit en cuenta corriente; (iv) enfocar el gasto fiscal en proyectos de infraestructura; y (v) adelantar una política monetaria expansiva (CE, marzo de 1983, pp. 8).

En esa línea, Fedesarrollo criticó el plan de desarrollo presentado por el gobierno de Betancur que, según la institución, era tímido en el frente fiscal.

Se advierte una considerable reticencia a aumentar la demanda agregada por un temor claramente infundado de que resurjan en el corto plazo en las actuales

¹² Habiendo reemplazado a Miguel Urrutia.

circunstancias, presiones inflacionarias de demanda. En opinión de *Coyuntura Económica*, este fenómeno solamente podría darse una vez la economía se aproxime a sus niveles de pleno empleo (CE, marzo de 1983, pp. 11).

El gobierno parece haber seguido varias de las recomendaciones de Fedesarrollo, toda vez que aumentó las restricciones a las importaciones, aceleró el ritmo de devaluación y acudió a mayores cupos de financiación externa y de emisión para reactivar la economía. No obstante, dada la crisis por la que atravesaban varias economías latinoamericanas, que habían declarado la moratoria de pagos de su deuda externa, el gobierno encontró mucha dificultad para endeudarse en el exterior. Puesto que la balanza de pagos continuaba deteriorándose, seguía el drenaje de reservas, mermando la liquidez de la economía.

A partir de 1984 la política económica habría de sufrir un nuevo giro con el nombramiento de Roberto Junguito, exdirector de Fedesarrollo, como Ministro de Hacienda. En el marco de un acuerdo con el FMI, el gobierno emprendió un programa de ajuste fiscal, habiendo el Fondo identificado al déficit fiscal como el causante de los desequilibrios y la debilidad de la actividad económica reciente. Durante ese mismo año, José Antonio Ocampo relevó a Carlos Caballero como Director Ejecutivo. La institución fue profundamente escéptica del acuerdo suscrito con el FMI y del programa de ajuste fiscal, que denominó como “demasiado estricto”. Un artículo de Londoño y Perry (1985) da cuenta de dicha postura:

El país ha comenzado a registrar los costos típicos de los programas ortodoxos de ajuste del FMI: la urgencia de corrección de los desequilibrios ha conducido, como en otros países a un sobreajuste que presenta un claro efecto de desaceleración del crecimiento. Este “*overkilling*”, combinado con una aceleración de la inflación no contemplada en los programas, ha generado, como en otros países, un sesgo distributivo claramente regresivo (Londoño y Perry, 1985, pp. 224).

De otra parte, el gobierno comenzó a liberalizar las importaciones, adelantó una reforma tributaria, estableció mecanismos de financiación pública distintas a la emisión primaria (p.ej. la emisión de TES) y aceleró agresivamente la devaluación (Caballero *et al.* 2006).

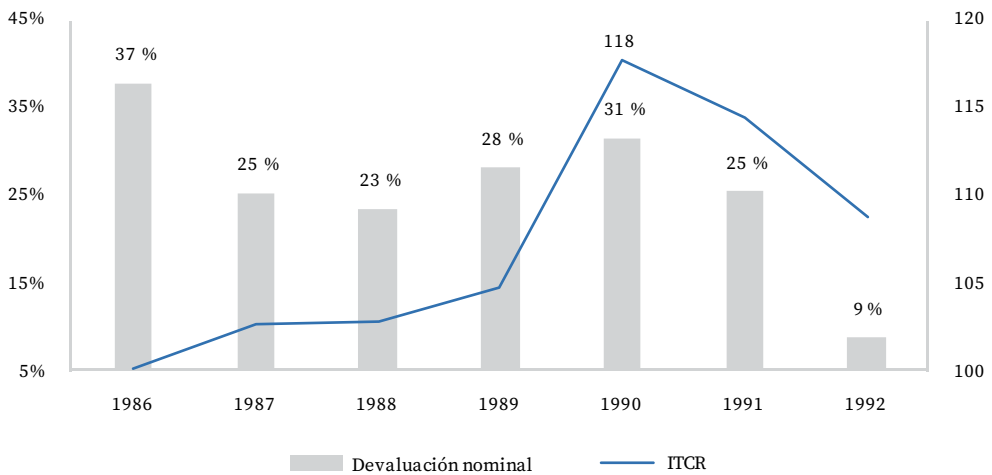
La discusión habría de cambiar nuevamente en 1986 cuando una nueva bonanza cafetera reversó el comportamiento de la balanza de pagos e invirtió los problemas a los que se enfrentaba la política económica, la cual debía ahora enfrentar el aumento de agregados monetarios que se derivaba de la acumulación de reservas inducida por el superávit comercial. Fedesarrollo propuso contrarrestar la acumulación de reservas a través de (i) la compra de divisas mediante la expedición de certificados de cambio; (ii) plazos máximos de giro para agilizar pagos al exterior de las importaciones; y (iii) evitar a toda costa encajes y represiones al sistema financiero. La política monetaria —opinaba Fedesarrollo— debía centrarse en la esterilización directa de divisas (CE, marzo de 1986, pp. 4-5). La estrategia del gobierno siguió una línea similar a la propuesta por Fedesarrollo a través de certificados de cambio y OMAS, evitando medidas represivas con el sector financiero.

IV. Afluencia masiva de capitales: Fedesarrollo cuestiona una política en que “el perro se muerde la cola” pero insiste en la necesidad de mantener una tasa de cambio competitiva¹³

Como parte del conjunto de políticas encaminadas a afrontar la pérdida de reservas internacionales durante la primera mitad de la década de los ochenta —tema tratado en la sección anterior— y posteriormente por temor a que los procesos de apertura comercial de finales de los 80 pudieran lastimar la competitividad de la economía,

¹³ Entre los diversos análisis ex-post adelantados en Fedesarrollo en relación con este episodio se encuentran Steiner (1996), Cárdenas y Barrera (1996) y Villar (2005).

Gráfico 3.
Devaluación nominal e índice de tasa de cambio real



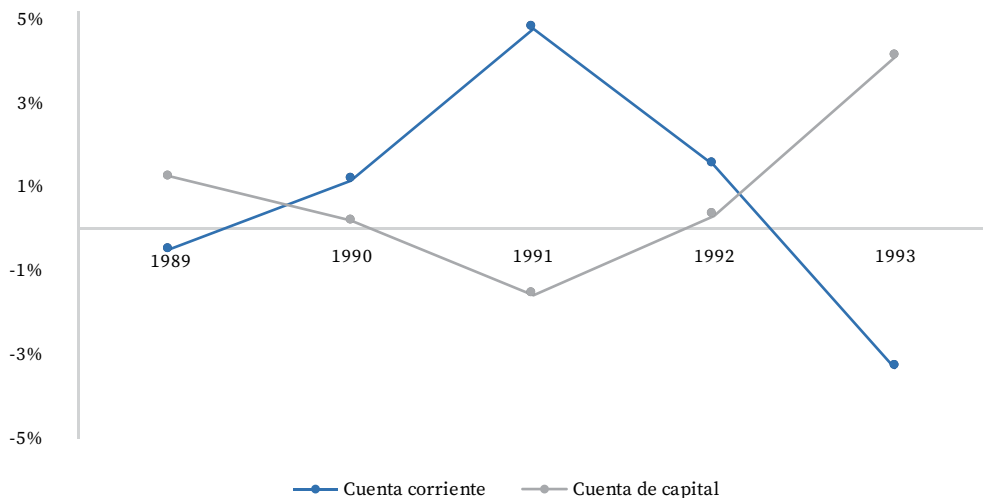
Elaboración propia con base en datos históricos del DNP.

Nota: La devaluación es el promedio mensual de la variación anual. El ITCR es con base 1986=100.

se dio un importante proceso de devaluación durante buena parte de la década de los ochenta, conllevando temporalmente a una devaluación real sin precedentes. En efecto, la devaluación nominal alcanzó tasas anuales sostenidas por encima del 20% entre 1986-1990, lo que determinó una devaluación real significativa del 18% durante dicho período (Gráfico 3).

Tal nivel de devaluación incentivó las exportaciones de bienes y servicios y también contribuyó a que, junto con los anuncios de disminución gradual de aranceles, se postergaran decisiones de importación, provocando un elevado superávit en cuenta corriente, que alcanzó el 4,8% del PIB en 1991 (Gráfico 4).

Gráfico 4.
Cuenta corriente y cuenta de capital (% del PIB)



Elaboración propia con base en datos del Banco Mundial y DNP.

En virtud de que las autoridades continuaban interviniendo activamente la tasa de cambio –buscando mantenerla en niveles competitivos– tal afluencia de capitales generó una fuerte acumulación de reservas internacionales, las cuales pasaron de representar en promedio 5,3 meses de importación durante 1985-1990, a representar más de 9 meses de importación en 1991 y 1992¹⁴. Ello –nuevamente– presionó vigorosamente los agregados monetarios y la inflación, que alcanzó niveles de 32,4% en 1990 y 27% en 1991, en contraste con los objetivos del gobierno de reducirla a 22%¹⁵.

A partir de junio de 1990 la Junta Monetaria desarrolló una agresiva política de colocación de OMAS con el objetivo de contrarrestar el efecto monetario de la acumulación de reservas internacionales. Esta política tuvo importantes efectos colaterales; la tasa de interés de las OMAS se incrementó de 27,9% en febrero de 1990 a 46,9% en julio de 1991,¹⁶ lo que, junto con las altas expectativas de revaluación¹⁷ –derivadas de la devaluación acelerada de finales de los ochenta– y la flexibilización del control de cambios¹⁸, indujo una entrada masiva de capitales especulativos, generando un superávit en la cuenta de capitales en la primera década de los noventa, presionando hacia abajo el tipo de cambio real (y eventualmente generando un déficit en la cuenta corriente) lo que determinó un círculo vicioso altamente inflacionario y cuasi-fiscalmente muy costoso en tanto el rendimiento que el Banco de la República reconocía sobre sus pasivos no monetarios (las OMAS) superaba, con creces, el rendimiento que recibía al invertir las reservas internacionales.

En 1990, Fedesarrollo señaló con gran preocupación que la masiva colocación de OMAS terminaría “retroalimentando las presiones inflacionarias”¹⁹ (*Coyuntura Latinoamericana*, diciembre, 1990 pp. 111).

Otra medida del gobierno que seguramente contribuyó a la aceleración de los precios en los últimos meses del año [1990] fue la concentración de la política monetaria en los OMAS, debido a sus efectos sobre los niveles de las tasas de interés –las tasas activas estuvieron en niveles de alrededor del 45% durante el último trimestre. Este aumento de costos tiene un efecto retroalimentador del fenómeno inflacionario que se intenta combatir” (CE, abril 1991, pp. 59).

La razón de ello estribó en que, según Fedesarrollo:

Las altas tasas de interés [...] generaron incentivos adicionales a financiarse externamente y, por lo tanto, a retrasar los giros y acelerar los reintegros por exportaciones. Además, el pago de estos intereses genera emisión monetaria que reduce el efecto contraccionista de este instrumento. (ibidem, pp. 63).

Por lo tanto, este era un típico caso de “el perro mordiendo la cola”²⁰.

Quizás como resultado de las críticas de Fedesarrollo²¹ y otros analistas y de la palpable evidencia de los efectos perjudiciales que surgían de esterilizar a través de las costosas OMAS, el gobierno finalmente decidió abandonar esta fallida e insostenible política a mediados de 1991.

¹⁴ Según datos del Banco Mundial.

¹⁵ De hecho, el entonces Ministro de Hacienda –Rudolf Hommes– prometió que si no se cumplía la meta de inflación de 22% renunciaba. Ni la meta se cumplió, ni tampoco el Ministro renunció (El Tiempo, 17 de julio de 1994).

¹⁶ Cifras tomadas de Steiner (2017).

¹⁷ Véase Steiner, et al (1992) para un análisis econométrico de la relación entre expectativas de revaluación y flujos de capital durante este período. La Ley 9 de 1991, entre otras medidas, declaró legal la tenencia de activos poseídos en el exterior, eliminó los controles administrativos a los ingresos de divisas por concepto de servicios extranjeros, permitió la libre negociación de divisas por parte de bancos y corporaciones financieras y liberalizó el mercado del oro.

¹⁸ En esa época, el director de Fedesarrollo era Miguel Urrutia (1989-1991) quien a finales de 1991 fue reemplazado por Eduardo Lora (1991-1996). Las editoras de *Coyuntura Económica* y *Coyuntura Latinoamericana* fueron Patricia Correa y posteriormente Catalina Crane.

¹⁹ Esta visión fue compartida no solamente por Fedesarrollo sino también por los técnicos del Banco de la República de esa época, como se evidencia en la carta de Rudolf Hommes –Ministro de Hacienda de aquel entonces– a Francisco Ortega –Gerente del Banco de la República–, en mayo de 1991, donde se lee lo siguiente:

No creo que corresponda al Banco unilateralmente cambiar decisiones de la Junta Monetaria solamente porque a algunos técnicos del Banco no les parece que la[s] OMAS sean efectivas. Te ruego adoptar los correctivos necesarios para que se cumplan las metas de las OMAS en forma eficiente y solicitarles a dichos técnicos que presenten alternativas para nuestra consideración, pero que no se tomen atribuciones que no les corresponden. (Steiner, 2017, pp. 47).

²¹ Es de mencionar que ese año, Lora (1991b) elaboró una interesante investigación mostrando que la política monetaria de colocación de OMAS había maximizado la entrada de divisas al país.

Además de las OMAS, la Junta Monetaria hizo uso extenso de los encajes bancarios. En enero de 1991 se aumentó en un punto el encaje de los intermediarios financieros y se estableció un encaje marginal del 100% de duración indefinida sobre los depósitos de todos los intermediarios financieros, con excepción de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. En septiembre de ese mismo año se reemplazó el encaje marginal por un aumento sustancial del encaje ordinario. En el mismo sentido que con las OMAS, Fedesarrollo fue bastante crítico de la política en materia de encajes. El editorial de *Coyuntura Económica* de abril de 1991 lo evidencia al leerse lo siguiente:

Un diagnóstico equivocado del fenómeno inflacionario puede llevar a que se empleen instrumentos poco eficientes en el sentido de que se necesitarán dosis muy altas para obtener resultados. Este es el caso de la medida del encaje marginal que busca, además de la reducción de la expansión secundaria del dinero, el control de la demanda a través de la restricción crediticia. Seguramente se lograrán resultados sobre la inflación, pero su costo en términos de crecimiento será alto, puesto que la inflación tardará en responder dado que la demanda no es su principal determinante. Al mismo tiempo, la medida ha producido efectos secundarios: se están generando presiones de costos a través de las tasas de interés y acentuándose la acumulación de divisas ante la necesidad de ingresar capitales para subsanar la restricción crediticia interna (CE, abril 1991, pp. 6)

Fedesarrollo insistió con preocupación en los efectos colaterales que podía tener la política de encajes, toda vez que la “restricción excesiva de crédito [genera] el ingreso de capitales provenientes del exterior con el fin de satisfacer las necesidades de financiamiento de las empresas” lo que puede retroalimentar el problema inflacionario. (CE, abril 1991, pp. 64)

De otra parte —también como instrumento encaminado a esterilizar el efecto monetario de la acumulación de reservas— el Emi-

sor hizo uso de certificados de cambio, los cuales comenzaron a emitirse en noviembre de 1990 para las exportaciones de servicios, pudiéndose redimir a los 80 días. A mediados de 1991 se extendieron al resto de exportaciones y se amplió el plazo a 90 días y a 360 días en octubre. Todo ello implicó una revaluación nominal entre 5 y 8% (Cárdenas, *et al.* 1994). Fedesarrollo estimó como adecuado el uso de este instrumento el cual gozaba de mucha popularidad en aquel entonces.

Con todo, para Fedesarrollo era evidente la incompatibilidad de las metas de inflación y tasa de cambio estable dada la coyuntura del momento, y señalaba que las autoridades monetarias debían priorizar algún objetivo:

Hasta el momento, los objetivos de política que se han propuesto las autoridades han sido más numerosos que los instrumentos a su disposición. En las condiciones actuales no es posible, simultáneamente, lograr una disminución de la inflación al 22%, continuar elevando las exportaciones a través de una elevada tasa de cambio, hacer una liberación gradual de las importaciones, estimular el sector de la construcción, generar superávit fiscal y reestructurar la economía. A nuestro modo de ver, la baja efectividad de las medidas anti-inflacionarias se explica en gran parte por el temor de las autoridades de asumir grandes costos en materia de crecimiento y reestructuración (CL, octubre 1991, pp. 145).

En esta ocasión, Fedesarrollo parecía ser más partidario de impedir a toda costa la revaluación del tipo de cambio. Esta parecía ser la postura predominante entre la mayoría de economistas, como se evidenció en el episodio anterior.

Una revaluación facilitaría el manejo monetario y de precios, pero iría en contravía del objetivo de largo plazo de promover las exportaciones y hacer viable la apertura. En este caso estamos de acuerdo con el gobierno en que no se puede sacrificar la competitividad internacional y que,

por lo tanto, el objetivo de mantener la tasa de cambio real tiene que seguir siendo prioritario, aun si esa política dificulta seriamente el manejo económico de corto plazo (CE, abril 1991, pp. 6).

En ese sentido, la propuesta de Fedesarrollo se enfocó en reducir las tasas de interés, con el fin de revertir la entrada de capitales. Y ello fue lo que efectivamente ocurrió.

A pesar de que la postura oficial de Fedesarrollo se oponía a dejar que el tipo de cambio se revaluara, ésta no parecía ser una opinión unánime al interior de la institución. Algunos investigadores, si bien de forma tímida, parecían ser más escépticos de la intervención cambiaria que se estaba llevando a cabo. Tal es el caso del estudio desarrollado por Correa (1991b), cuyo propósito fue analizar de forma comparativa el éxito o fracaso del manejo cambiario y monetario en siete países, frente a entradas masivas de divisas.²²

Una de las conclusiones del estudio era que, ante un *shock* cambiario que incrementa la oferta de divisas, “es inevitable la ocurrencia de una revaluación real. Esta puede realizarse a través de una revaluación nominal, si las autoridades deciden ser más flexibles en su manejo cambiario, o a través de un incremento de la inflación” (Correa, 1991b, pp. 99). De otra parte, Correa afirmó que:

La experiencia parece sugerir que si se quiere mantener la inflación bajo control, es inevitable algún grado de ajuste en la tasa de cambio nominal, con sus consecuencias negativas sobre la competitividad de bienes comercializables. Igualmente, bajo condiciones de libre movilidad de capitales, se observa que entre más tiempo tarda en hacerse el ajuste cambiario, mayores son las presiones sobre la caída del tipo de cambio (o mayores los costos inflacionarios de la acumulación de reservas), ya que las expectativas de revaluación acrecientan aún más el superávit de la cuenta de capital. Así, paradójicamente,

por no asumir en el corto plazo un costo de cambio en precios relativos, se termina asumiendo uno mayor en el mediano plazo (pp. 99).

En conclusión, se puede evidenciar que Fedesarrollo fue bastante crítico de la utilización de OMAs para afrontar la entrada masiva de capitales a comienzos de la década puesto que ello, en efecto, ocasionó mayores incentivos para la entrada de divisas. Empero, también se oponía a dejar revaluar el tipo de cambio –a pesar de existir algunas voces al interior de la institución que parecían diferir de esta posición– y abogaron por reducir las elevadas tasas de interés, que eran el causante de la afluencia de divisas.

Unos años más tarde se haría evidente que la masiva entrada de capitales de comienzos de la década había hecho imposible el control monetario y de la inflación bajo el sistema de mini-devaluaciones o *crawling peg*, razón por la cual se adoptó formalmente un sistema de bandas cambiarias en 1994, que le otorgó un mayor grado de autonomía al BdR sobre los agregados monetarios²³. Es interesante destacar la posición inicial de Fedesarrollo frente a este nuevo régimen cambiario. En 1994 –siendo Director Ejecutivo Eduardo Lora– Fedesarrollo consideraba que este sistema “[ofrecía] mejores posibilidades de maniobra que el antiguo sistema de minidevaluaciones”²⁴ (CE, diciembre 1994, pp. 11). No obstante, temía que en caso continuar la tendencia de devaluación lenta, el tipo de cambio se pegara al piso de la banda, generando los mismos retos de esterilización y acumulación de reservas (CE, diciembre de 1994, pp. 62). Ante ello Fedesarrollo evaluó los posibles regímenes cambiarios que podían adoptar las autoridades monetarias, a saber: (i) flexibilizar las bandas, lo que, no obstante, le restaría credibilidad al régimen cambiario e incentivaría la especulación; (ii) fijar la tasa de cambio, lo cual no se consideraba conveniente puesto que acabaría con las probabilidades de control monetario y

²² Colombia, Corea, Chile, México, Singapur, Taiwán y Turquía.

²³ El sistema de bandas cambiarias es un régimen intermedio entre la flotación y la fijación que consiste en establecer un rango dentro del cual se permita flotar el tipo de cambio, y una gradiente que “devaluaba” progresivamente la banda. Si la tasa de cambio amenazaba con salirse del rango fijado, el BdR debía intervenir en el mercado cambiario, comprando o vendiendo divisas.

²⁴ Por aquel entonces, el director de Fedesarrollo era Eduardo Lora, quien fue reemplazado a comienzos de 1996 por Mauricio Cárdenas.

generaría presiones inflacionarias que revalorarían el peso en términos reales; (iii) flotar el tipo de cambio, opción que tenía la ventaja de fortalecer el control monetario, pero a costa de mayor inestabilidad e incertidumbre externa, con pérdida de rentabilidad de los sectores comerciables (CE, diciembre de 1994 pp. 64).

En suma, Fedesarrollo consideraba que ninguna de las opciones podía evitar que se revaluara el tipo de cambio real, “cuyo origen no está en el sistema cambiario adoptado sino en las condiciones externas y macroeconómicas que han hecho que se conjugue una situación de abundancia de divisas con fuertes presiones de demanda interna” (CE, diciembre de 1994, pp. 64).

V. Fedesarrollo no fue muy amigo de la reforma de 1991 que le otorgó autonomía al Banco de la República²⁵

La Constitución Política de 1991 le otorgó un alto grado autonomía e independencia al Banco de la República (BdR). En particular:

- Se creó la Junta Directiva (en reemplazo de la Junta Monetaria), la cual sería autoridada cambiaria, monetaria y crediticia.
- Se le confió un mandato específico: mantener la capacidad adquisitiva de la moneda.
- Se le confirió un importante grado de independencia, dado que el gobierno solo puede nombrar una porción minoritaria de la Junta Directiva²⁶.
- Se limitó la posibilidad de financiar al gobierno a través de emisión primaria, salvo por decisión unánime de la Junta Directiva.
- Se prohibió financiar con emisión primaria a particulares.

Aunque hoy hay amplio consenso en torno a las bondades de que el BdR sea autónomo, la independencia del banco durante su discusión en la Asamblea Nacional Constituyente (ANC) –que sesionó desde el 5 de febrero hasta el 4 de junio de 1991– suscitó acalorados debates tanto al interior de la ANC como entre economistas y académicos de todo el país. La propuesta de reformar el BdR se fraguó al interior del banco, en cabeza de su Gerente Francisco J. Ortega, quien en diciembre de 1990 envió al Gobierno un documento en donde se exponían los argumentos para modificar el manejo monetario y una propuesta de reforma para incluir en el texto constitucional. La reforma finalmente aprobada por la ANC es muy similar a la presentada por Ortega, eso sí en medio de acaloradas discusiones resultado de confusiones, dudas y preocupaciones de varios constituyentes, académicos y el Ministerio de Hacienda.

Fedesarrollo vio con escepticismo la reforma, especialmente en lo relacionado con restringir la financiación primaria al gobierno y con centralizar en el banco el manejo monetario y cambiario. Ello se evidencia en la siguiente postura de Eduardo Lora de abril de 1991, pocos meses antes de ser nombrado Director Ejecutivo en reemplazo de Miguel Urrutia:

No parece justificable que el diseño de la actual política monetaria regrese al Banco de la República, entidad sobre la cual debería fortalecerse el control directo del gobierno. Delegar totalmente en el Banco tanto el diseño como la ejecución de la política monetaria implica renunciar a uno de los principales instrumentos de política del Gobierno, quien debe manejarlo en coordinación con el resto de la política económica (Lora 1991a, pp. 12).

Adicionalmente, Lora defendió el financiamiento primario al gobierno, el cual consideraba necesario “por razones de conveniencia operativa para el Gobierno como para asegurar la estabilidad monetaria y

²⁵ La independencia del BdR fue discutida y analizada posteriormente en diversos estudios de Fedesarrollo incluidos Cárdenas y Partow (1998), Meisel (1998) y Alesina, *et al.* (2002).

²⁶ La Junta directiva del BdR tiene 7 miembros. El Ministro de Hacienda, el Gerente General y 5 codirectores de dedicación exclusiva. El Gerente y los codirectores tienen un período de 4 años, prorrogables hasta dos veces. Cada 4 años, el Presidente de la República debe reemplazar 2 de los 5 codirectores.

económica del país. El Banco Central, por su propia naturaleza, debe cumplir las funciones de banquero del Gobierno”. (Lora 1991a, pp. 5). En ausencia de financiamiento primario –continúa–, “prácticamente la única alternativa del financiamiento primario otorgado por el BdR al gobierno es el endeudamiento externo, ya que son muy limitadas las posibilidades de financiamiento directo del Gobierno en el mercado de capitales doméstico” (pp. 6). En ese sentido, “una norma de este tipo no puede garantizar un manejo fiscal prudente y ortodoxo, como se pretende”. (pp. 8).

Esta posición fue compartida no solamente por otros académicos sino también por algunos constituyentes. Tal fue el caso, por ejemplo, de Guillermo Perry; recientemente había sido director de Fedesarrollo (1988-1989) y en diciembre de 1990 fue elegido constituyente por el Partido Liberal. En un foro convocado por ANIF para la discusión de los temas económicos que se discutían en la ANC, Perry manifestó lo siguiente:

Yo creo que a nadie le parece que sea bueno que el Presidente de la República (...) pueda llamar a pedir que se abran cupos monetarios para favorecer a determinadas empresas o a determinada entidad. (...) Pero una cosa muy distinta es lo que parecería con el proyecto del gobierno, que le daría al Banco de la República no solamente autonomía como emisor y como ejecutor de la política, sino para diseñar la política monetaria, cambiaria y crediticia. Porque eso sí implica como lo han hecho notar una gran cantidad de analistas colombianos, romper la unidad, la coherencia de la política económica global. Yo sé que muchos especialistas en derecho económico están entusiasmados con esa idea y con la de prohibir constitucionalmente la emisión(...). Entre los economistas no hay el mismo entusiasmo. La mayor parte de los economistas no comparte ese criterio. Es el caso de Fedesarrollo, que oficialmente ha publicado su posición sobre la materia en la revista de Economía Colombiana. (Perry 1991, pp. 55-56)

En el mismo escenario, manifestó la inconveniencia de mermar la influencia del gobierno sobre el BdR, puesto que el gobierno debe ser el responsable de la política monetaria:

El país eligió al Presidente para que responda por la política económica, y no puede delegar después su responsabilidad en que una parte de la política económica la maneja el Presidente y la otra parte, la monetaria, la cambiaria y la crediticia, la manejan los señores en la Junta del Banco de la República con plena autonomía. Y no se puede argumentar que ahí está el Ministro de Hacienda, ni siquiera presidiéndola, porque habrá muchos miembros con autonomía, y además por un mandato constitucional (Perry 1991, pp. 57).

Lleras (1995) hizo una exhaustiva recopilación de las discusiones al interior de la ANC y la manera en la que se fueron logrando consensos. Merece la pena mencionar que la propuesta inicial del BdR fue modificada en algunos aspectos por el Gobierno, antes de ser presentada a la ANC. Para todo propósito práctico, este órgano tuvo bajo su consideración dos textos de reforma, el original elaborado en el banco y el oficialmente presentado por el Gobierno. Ello dio pie para malinterpretaciones y confusiones, algunas de las cuales han sobrevivido el paso del tiempo. Una de ellas tuvo que ver con la financiación monetaria al gobierno. Mientras la propuesta del BdR prohibía explícitamente la financiación primaria salvo declaración de “emergencia económica”, no hacía referencia a compras de deuda pública por parte del banco en el mercado secundario, implícitamente haciéndolas viables. La propuesta del Gobierno sobre este particular fue menos precisa, lo que dio lugar a malas interpretaciones y confusiones, puesto que para muchos constituyentes también prohibía la financiación en el mercado secundario. Todo ello resultó en cambios de manera que en el texto constitucional quedara explícito que se podían realizar operaciones de mercado abierto mediante la compra de deuda pública en el mercado secundario.

De otra parte, si bien el proyecto inicial que elaboró el BdR (Banco de la República, 1991) explícitamente decía que el banco sería autoridad monetaria, cambiaria y crediticia “en coordinación con el resto de la política económica”, la propuesta que presentó el gobierno eliminó dicha cláusula, que finalmente fue reintroducida por los constituyentes e incluida en el texto constitucional definitivo, que reza así:

Serán funciones básicas del Banco de la República: regular la moneda, los cambios internacionales y el crédito; emitir la moneda legal; administrar las reservas internacionales; ser prestamista de última instancia y banquero de los establecimientos de crédito; y servir como agente fiscal del gobierno. Todas ellas se ejercerán en coordinación con la política económica general (Constitución Política de 1991, art. 371)

Es probable que muchos analistas –entre ellos los investigadores de Fedesarrollo– solo hubiesen conocido el proyecto que presentó el gobierno y no el original del banco, situación que pudo haber acentuado sus dudas sobre el proyecto de independencia del BdR por, supuestamente, no haber incluido aspectos críticos como, por ejemplo, la coordinación de la política monetaria con el resto de la política económica. De hecho, en el importante libro publicado poco antes de su intempestivo fallecimiento, Guillermo Perry señala que “el proyecto de ley de autonomía del BdR fue preparado por el propio banco y presentado por el Gobierno a la Asamblea” (Perry, 2019, PP. 237), desconociendo el hecho de que, antes de presentarlo a la ANC, el gobierno introdujo importantes cambios al proyecto del banco, varios de ellos afortunadamente revertidos por la propia asamblea²⁷.

De cualquier manera, la autonomía del banco fue motivo de grandes preocupaciones entre diversos círculos académicos

–incluido Fedesarrollo–. Estas, que a fin de cuentas resultaron infundadas, no dejaron, empero, de suscitar críticas, incluso años después de que se redactara la nueva Constitución. Ello queda evidenciado en el *Debate de Coyuntura Económica*²⁸ organizado por Fedesarrollo en septiembre de 1995 con motivo del lanzamiento del libro que coordiné sobre la economía política de la autonomía del BdR²⁹. En dicho debate –en el cual intervinimos Guillermo Perry (en ese momento Ministro de Hacienda), Fernando Cepeda y yo– se revelaron posturas encontradas en torno a los logros y la conveniencia del arreglo constitucional que le otorgaba autonomía al Emisor.

Perry veía con particular temor que (i) el BdR fuera la autoridad cambiaria y (ii) tuviera como único mandato controlar la inflación. Ello queda evidenciado en el siguiente fragmento de su intervención:

Que un Banco Central autónomo, o su Junta, dotado de poderosos instrumentos monetarios y cambiarios, tenga como único objetivo, por Constitución o por interpretación de la Ley, la estabilidad de precios o, peor aún, el mandato de reducir la inflación cada año, puede llegar a causar graves daños a la economía, en términos de desequilibrios cambiarios, recesión, desempleo y crecimiento económico. A mi juicio este tema requiere la más amplia discusión y, posiblemente una revisión de la Ley.

De otra parte, Perry señaló, con razón, una severa deficiencia de la Ley 31 de 1992 –ley que desarrolló el texto constitucional en lo referente al nuevo régimen de banca central–, la cual había dictaminado que las metas de inflación anuales debían ser siempre menores a los últimos resultados registrados. Esa disposición afortunadamente fue declarada inexecutable por la Corte Constitucional en 1999³⁰.

²⁷ Por ejemplo, Perry (2019, pp. 240) señala que fue la ANC la que introdujo el importante concepto de que “las funciones del Banco se ejercerán en coordinación con la política económica general”, cuando de hecho el proyecto originalmente elaborado en el banco señalaba en su Artículo 1 que “El BdR será el banco central ... cuyas funciones serán... en coordinación con el resto de la política económica y todo con sujeción a las bases generales que expida el Congreso” (nuestro énfasis). También hay confusión cuando se señala que el proyecto elaborado por el BdR “prohibía la financiación al gobierno a través del mercado secundario” (Perry, 2019, Pp. 237-242). Tal narrativa no es precisa toda vez que el proyecto original redactado en el banco prohibía la compra de deuda pública en el mercado primario pero no precluía que el BdR la adquiriese en el mercado secundario (Banco de la República, 1991).

²⁸ Ver Fedesarrollo (1995a).

²⁹ Ver Steiner (1995).

³⁰ Sentencia C-481/99.

VI. Flotar o no flotar: la crisis de 1999 suscitó interesantes controversias en torno a la política cambiaria³¹

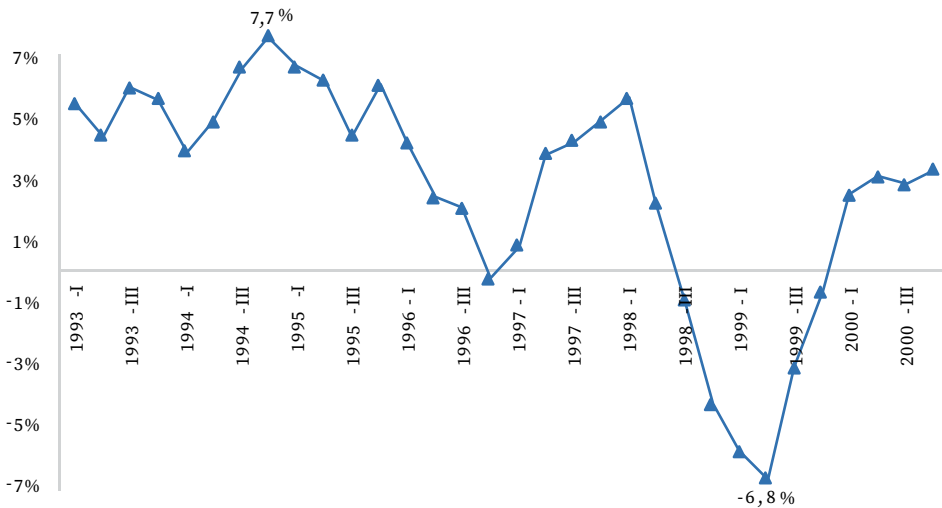
Durante un largo período (1990-1995), la economía colombiana había experimentado una fuerte expansión, con tasas de crecimiento promedio alrededor del 5% anual. En marzo de 1995 Fedesarrollo señaló que la economía exhibía señales de recalentamiento, “evidentes tanto en los altos niveles de utilización de capacidad instalada, como en la reducción del desempleo”³² (CE, marzo de 1995b, pp. 63). El panorama cambió drásticamente poco después; la economía comenzó a desacelerarse, de hecho contrayéndose 0,2% en el último trimestre de 1996 (Gráfico 5).

Los albores de la crisis sorprendieron a Colombia en una delicada situación fiscal, con el déficit del gobierno central ubicándose en 3,7% del PIB en 1996. Adicional-

mente, el país se encontraba en medio de una crisis política en ciernes, como resultado de la revelación de los aportes que hizo el narcotráfico a la campaña presidencial de Ernesto Samper. La Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo comenzó a capturar el deterioro del clima de confianza en marzo de 1996, cuando el Índice de Confianza Industrial cayó a -18, su menor nivel desde el asesinato de Luis Carlos Galán en 1989 (CE, marzo de 1996, pp. 5).

La crisis interna que vivía el país –que había desencadenado cuestionamientos de la comunidad internacional, tensiones diplomáticas con Estados Unidos y deterioros en la calificación de riesgo– provocó nerviosismo entre los inversionistas, induciendo fuertes salidas de capitales, lo que depreció la tasa de cambio hasta pegarse ésta al techo de la banda en el tercer trimestre de 1995 (Gráfico 6). Ante ello, las autoridades monetarias optaron por defender la banda cambiaria, vendiendo reservas internacionales y elevando las tasas de interés, que alcanzaron niveles superiores a 40% durante los primeros trimestres de 1996.

Gráfico 5.
Crecimiento del PIB

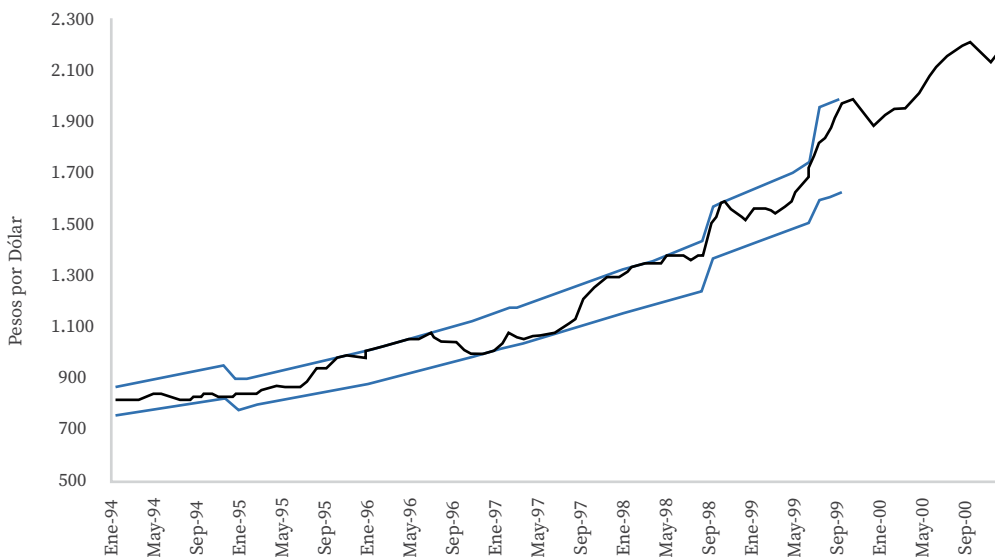


Elaboración propia con base en datos históricos del DNP.

³¹ Con posterioridad a la crisis, Fedesarrollo ha contribuido a la revisión crítica de este episodio y a la discusión sobre los regímenes cambiarios y monetarios. Ejemplo de ello son los estudios de Fedesarrollo (2000), Echavarría y Arbeláez (2003), Ocampo (2005), Echavarría (2005), Urrutia (2005), Fernández (2005) y Barajas, *et al.* (2014).

³² En efecto, la tasa de desempleo llegó a niveles históricamente bajos en septiembre de 1994, alcanzando 7,6%, la cifra más baja en el último cuarto de siglo.

Gráfico 6.
Tasa de cambio y banda cambiaria



Fuente: Sánchez (2005).

Fedesarrollo, siendo Mauricio Cárdenas Director Ejecutivo, respaldó la defensa de la banda, pero manifestó preocupación frente al efecto que podían tener las altas tasas de interés y la falta de liquidez sobre el sector financiero. Ante ello –decía la institución– “no cabe menos que preguntarse si no estaremos ahora sí al borde de una crisis financiera como la que se vivió en los años ochenta” (CE, marzo de 1996, pp. 52)³³. La solución que proponía Fedesarrollo era un severo ajuste fiscal.

Es imperativo que se realicen nuevos compromisos en materia fiscal y monetaria que obliguen al gobierno a moderar sus aspiraciones de gasto. Esto es particularmente importante en un escenario como el actual en el que la crisis política invita al gobierno a ser más laxo en materia de gasto (CE marzo 1996, pp. 7).

En septiembre de 1996 la tasa de cambio retornó al interior de la banda, generando una mayor tranquilidad en cuanto al frente externo. En ese contexto, las autoridades

monetarias comenzaron a adoptar políticas orientadas a inyectarle mayor liquidez a la economía. Para ello se adelantó una activa compra de TES a partir de febrero de 1997 y se redujeron los encajes en marzo y meses subsiguientes.³⁴ En el corto plazo esta política logró reactivar la economía, que durante 1997 volvió a reportar crecimientos positivos.

No obstante, en julio de 1997 estalló la crisis de los países asiáticos, que rápidamente se propagó a las economías de América Latina, generando fuertes reducciones en los precios del café y el petróleo y nerviosismo en los mercados financieros internacionales. Colombia comenzó a experimentar una nueva salida de capitales la cual ocasionó que el tipo de cambio se desplazara nuevamente hacia el techo de la banda a finales de 1997, situación que se deterioró aún más cuando estalló la crisis de la deuda rusa a mediados de 1998.

En virtud a que la tasa de cambio se pegó al techo de la banda, la JDBR se vio en la

³³ Es de mencionar que algunos años atrás varias voces desde Fedesarrollo alertaron sobre la posibilidad de que estallara una crisis financiera como la experimentada en 1982. Ver, por ejemplo, Lora y Salazar (1994).

³⁴ Los encajes sobre depósitos en cuenta corriente públicos y privados se redujeron de 70% y 41% respectivamente a 21%, a la vez que se eliminó el encaje marginal (Sánchez, 2005).

obligación de desacumular reservas internacionales y aumentar las tasas de interés. En junio de 1998, cuando la Tasa Interbancaria (TIB) se acercaba al 40%, Fedesarrollo abogó por mantener el sistema de bandas cambiarias.

Fedesarrollo ha señalado reiteradamente que la defensa de la banda fue una decisión acertada por parte del BdR. Una modificación de la banda cambiaria habría sido un grave error. Las devaluaciones bruscas en medio de la inestabilidad y especulación solo empeoran las condiciones iniciales (CE, junio 1998, pp. 6).

Para Fedesarrollo “el ajuste fiscal [era] la única fórmula para mantener la banda sin provocar una nueva recesión” (CE, marzo de 1998, pp. 7). En opinión de la institución, el desbordamiento del déficit fiscal estaba generando presiones adicionales sobre las tasas de interés. Ello queda evidenciado en el siguiente fragmento de *Coyuntura Económica*:

La presión que el desequilibrio de las finanzas públicas ha generado sobre el financiamiento doméstico y el ataque especulativo que se ha dado contra el peso a lo largo de este año han causado un incremento de las tasas de interés, que ha afectado negativamente la demanda y ha puesto en serios aprietos al sistema financiero (CE, septiembre 1998, pp. 60).

En esa línea, Fedesarrollo fue un duro crítico del gobierno de Samper una vez este había culminado y lo responsabilizó de buena parte del deterioro económico que se vivía en ese momento.

La causa fundamental reside en el desgobierno que caracterizó al anterior “cuatrienio perdido” y a un modelo de crecimiento que privilegiaba “lo social” frente a la eficiencia productiva y las oportunidades de inversión. Paradójicamente, el resultado fue también nefasto en el área social, debido a los efectos del desempleo rampante que hoy padecemos (CE, septiembre 1998, pp. 5).

En septiembre de 1998, cuando la TIB alcanzó niveles de 66%, la JDBR decidió depreciar en 9% la banda cambiaria, permitiendo una devaluación anual hasta de 22% (Sánchez, 2005). Ello fue blanco de críticas por parte de Fedesarrollo, como se observa en el siguiente fragmento de *Coyuntura Económica* en septiembre de 1998:

La medida fue excesivamente arriesgada ante el enorme nerviosismo y la propensión al pánico que hoy caracteriza a los mercados financieros mundiales. Además, el efecto esperado no se dio, pues las tasas domésticas de interés promedio (determinadas fundamentalmente por las expectativas de devaluación) se incrementaron después de la medida; se observaron tasas de interés nominales superiores a 60% durante las primeras semanas de septiembre y octubre. (CE, septiembre 1998, pp. 8).

La postura de Fedesarrollo frente al manejo monetario y cambiario habría de cambiar unos meses después cuando Juan José Echavarría, su nuevo director³⁵, en una entrevista en La República en febrero de 1999, recomendó volver al esquema cambiario de mini-devaluaciones, argumentando lo siguiente:

Me parece que la banda es un mal negocio y hay que salirse de ella. Creo que el régimen ideal era el que tenía Colombia desde el 67, la devaluación semanal, a eso hay que volver; era un régimen bastante ecléctico, si había mucho desempleo entonces se devaluaba o si había mucha inflación entonces no se devaluaba tanto (La República, 3 de febrero de 1999).

Ello generó una agitada controversia y enfrentó al director de Fedesarrollo con el BdR e, incluso, con investigadores al interior de la institución. Salomón Kalmanovitz –entonces codirector del BdR– aseveró que “Fedesarrollo sufría de espejismos” al proponer volver a un esquema cambiario –el *crawling peg*– que había sido responsable de buena parte de la inestabilidad macroeconómica y de la inflación inercial del pasado³⁶.

³⁵ A mediados de 1998 Juan José Echavarría fue nombrado Director Ejecutivo en reemplazo de Mauricio Cárdenas.

³⁶ Ver La República (4 de febrero de 1999).

Siendo yo investigador de Fedesarrollo, también critiqué estas declaraciones del director, puesto que, en mi opinión, no tenía mayor sentido volver a un esquema cambiario que le ofrecía menos flexibilidad a la política económica que el vigente de bandas cambiarias (El Tiempo, 8 de febrero de 1999, “Los peligros de la nostalgia”). Si no era sostenible una banda cambiaria con 14% de amplitud, ¿Cómo iba a serlo una banda con 0% de amplitud?

Unos meses después, cuando la actividad económica experimentó una contracción superior al 6% durante dos trimestres seguidos, la postura de Fedesarrollo cambió nuevamente, esta vez mostrándose más favorable a transitar hacia un régimen de flotación administrada. De hecho, Echavarría propuso implementar un régimen de “flotación administrada” con “intervenciones esporádicas cuando [la tasa] se aleje excesivamente de aquella considerada deseable por las autoridades monetarias” (Echavarría 1999, pp. 88).

Tres meses después, el 25 de septiembre de 1999, las autoridades decidieron abandonar definitivamente el régimen de bandas cambiarias, al que ahora Fedesarrollo señalaría como responsable de buena parte del “descalabro” de la economía en 1999 (CE, septiembre de 1999, pp. 6). A partir de ese momento, y en el marco de un acuerdo con el FMI, Colombia comenzó a regirse con un esquema de inflación objetivo, con un régimen de libre flotación del tipo de cambio.

VII. Fedesarrollo cuestionó el sistema UPAC durante muchos años y por muy diversas razones³⁷

Como parte de una estrategia que buscaba solucionar el déficit de vivienda y fortalecer el sistema de crédito hipotecario,

en 1972 la administración de Misael Pastrana estableció el sistema UPAC (unidad de poder adquisitivo constante), mediante la creación de una unidad de valor cuya equivalencia en moneda legal se ajustaba diariamente con la inflación – ajuste que se denominó corrección monetaria (CM). A las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAVs) se les otorgó el monopolio del UPAC, esto es, eran los únicos intermediarios financieros que podían captar y prestar recursos en UPAC. Puesto que la CM no se consideraba un interés propiamente dicho, las CAV en la práctica eran los únicos intermediarios que podían capitalizar intereses, factor determinante para que, en un ambiente de elevada inflación, se pudiese otorgar créditos a plazos relativamente largos. En un contexto en el cual la inflación anual superaba el 20%, la CM le otorgó al UPAC altos niveles de rentabilidad relativa frente a la que ofrecían otros instrumentos financieros. Las CAV recibieron otros beneficios, destacándose el acceso directo a crédito del banco central a través del Fondo de Ahorro y Vivienda (FAVI). Todo ello trajo como consecuencia que, rápidamente, las CAV lograran hacerse a una importante porción del ahorro financiero.

Fedesarrollo cuestionó la pérdida de control monetario

Muy pronto Fedesarrollo, bajo la Dirección de Rodrigo Botero, se mostró bastante escéptico frente a este nuevo sistema puesto que, en su concepto, el crédito a las CAVs por parte del FAVI generaba excesos de liquidez que frustraban los intentos del BdR de controlar el crecimiento de los medios de pago y el nivel de precios (CE, julio de 1973, pp. 24; CE octubre de 1973, pp. 63).

Llamó la atención sobre la competencia desleal que generaba el UPAC

Fedesarrollo no veía con buenos ojos la gran cantidad de beneficios que tenían las CAV frente al resto de intermediarios e instrumentos financieros, particularmente el que la CM se aplicara sobre saldos diarios.

³⁷ Sobre el UPAC, el mercado financiero y la crisis hipotecaria de 1999, más recientemente Fedesarrollo ha publicado una gran cantidad de artículos y análisis fundamentales para entender a profundidad el sistema financiero colombiano. Se destacan, entre otros, Arbeláez, et al. (2002), Cárdenas, et al. (2003), Caballero y Urrutia (2005) y Cuéllar (2005).

La filosofía de los sistemas de valor constante consiste en conservar el poder adquisitivo de los ahorros y no del dinero. Por esto no se justifica aplicar corrección monetaria a activos financieros de corto plazo; solo debería hacerse para los de mediano y largo plazo. La corrección monetaria no debe pagarse en su totalidad a los ahorros que se retiren en corto tiempo. Se debe establecer una relación directa entre permanencia y porcentaje de ajuste monetario reconocido. Los certificados de valor constante deberían tener un plazo de redención de un año o más con tasas de interés más altas a medida que el plazo de los títulos los aumente. En síntesis, el sistema de valor constante requiere ser revisado o modificado, para que no distorsione el mercado de capitales (CE, julio de 1974, pp. 50-51).

En ese sentido Fedesarrollo celebró la imposición de un tope máximo de 20% a la CM de los depósitos en UPAC establecida en agosto de 1974 –cuando la inflación bordeaba 24%– junto con la eliminación parcial de las exenciones tributarias de que gozaban las CAVs. “No existe razón alguna para que a este papel se le dé un tratamiento preferencial con respecto a los demás activos del mercado de capitales” (CE, octubre 1974, pp 53).

En 1980 –cuando la inflación era del orden de 26%– la CM se elevó a 21% y en 1982 a 23%. Fedesarrollo, bajo la Dirección de Carlos Caballero, criticó ello puesto que se le otorgaban tasas mucho más favorables al UPAC que al resto de activos y se frustraban los intentos que estaba haciendo el BdR por reducir las tasas de interés –a saber, disminuyendo de manera coordinada las tasas de los instrumentos financieros públicos– para reactivar la economía y solventar la crisis financiera en ciernes³⁸:

Lo que se quiere señalar es que la nueva y favorable situación competitiva de los UPAC reduce las posibilidades de que fructifiquen los esfuerzos realizados para bajar las tasas de interés (CE, octubre de 1982, pp. 101).

Fedesarrollo alertó, premonitoriamente, sobre una potencial bomba de tiempo

En 1984 se cambiaron nuevamente los parámetros para la CM, la cual pasó a ser un promedio ponderado entre la inflación y la tasa de interés de los depósitos a 90 días. En 1987, Eduardo Lora –entonces investigador de Fedesarrollo–, adelantó un detallado estudio sobre la situación del UPAC. Si bien reconoció que el sistema UPAC había “jugado un rol central en el desarrollo financiero y en el desempeño del sector de la construcción” (Lora, 1987, pp. 1), afirmó, premonitoriamente, que constituía un factor de inestabilidad financiera y monetaria dada la volatilidad de su rentabilidad y las presiones que ejercía sobre el control monetario. En efecto, este estudio mostró que las captaciones y las tasas de interés de las CAVs habían sido mucho más volátiles que las del resto de instrumentos financieros. La fuente de la inestabilidad, según Lora, radicaba en las numerosas modificaciones que se le habían hecho a la CM³⁹.

La propuesta que se hizo desde Fedesarrollo era establecer un método de CM basada únicamente en el nivel de precios y que suavizara las variaciones del IPC “alrededor de su comportamiento más tendencial” (Lora, 1987, pp. 7). Evidentemente, no consideraba conveniente que la CM estuviera atada a la tasa de interés DTF.

A finales de los ochenta y comienzos de los noventa se llevaron a cabo un gran número de reformas que liberalizaron de manera importante al sector financiero. En 1989 se les permitió a las instituciones financieras capitalizar intereses, lo que acabó con uno de los monopolios más importantes de que gozaban las CAVs. Por su parte, la Ley 45 de 1990 fortaleció el desarrollo de un sistema de banca múltiple, autorizando a los bancos y demás instituciones financieras a invertir en diferentes sociedades y servicios financieros. Por su parte, la Ley 35 de 1993 le permitió a las CAV invertir en cualquier tipo de sociedad y de servicio financiero, autorizándolas a negociar en moneda extranjera y otorgar créditos de corto

³⁸ Ello se explicó en mayor detalle más atrás, en el episodio sobre la recesión en la década de los ochenta.

³⁹ En efecto, la fórmula de la corrección monetaria fue modificada más de 20 veces.

plazo. Fedesarrollo estuvo de acuerdo en términos generales con estas reformas que liberalizaron el sistema financiero, como se evidencia en Lora, *et al.* (1993). No obstante, nuevamente se señaló la importancia de indexar la CM únicamente a la inflación, para evitar inestabilidades en el sistema (Lora, *et al.* 1993, pp. 43).

A pesar de estos llamados de atención por parte de Fedesarrollo, en septiembre de 1994 la Junta Directiva del BdR abandonó el uso de la inflación en la determinación de la CM e introdujo un sistema basado en un porcentaje fijo de 74% del promedio móvil de la tasa de interés DTF. Adicionalmente, ese mismo año se eliminó el FAVI. Este nuevo método de cálculo de la CM se estableció a petición del Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAVI), para quien el anterior esquema de CM había conllevado a una gran pérdida de rentabilidad de la UPAC y de competitividad de las CAV⁴⁰. Muy infortunadamente, el cabildeo del gremio de las CAVs logró influir mucho más en la decisión de la JDBR que la postura técnicamente fundamentada de Fedesarrollo, institución que repetidamente se refirió a los inconvenientes de atar la corrección monetaria a la tasa DTF.

Estos cambios en el sistema UPAC ocurrieron en medio de un ambiente económico bastante favorable y de gran expansión del gasto público, durante la primera parte de los noventa. En ese contexto macroeconómico, tanto los precios de la finca raíz como el volumen de crédito hipotecario aumentaron fuertemente, contribuyendo a crear una situación de vulnerabilidad ante cualquier cambio de percepción en el clima inversionista. El índice de precios de la vivienda tuvo crecimientos reales por encima del 5% (y en varios trimestres superiores al 10%) durante 1993-1996 (Castaño y Morales, 2015). Por su parte, la cartera hipotecaria pasó del 8% del PIB en 1990 a 14% en 1997 (Cárdenas, *et al.* 2006).

Entre 1996 y 1999 –como se explicó más arriba– la actividad económica se deterioró profundamente y la defensa del régimen cambiario ante la salida de capitales determinó un fuerte incremento de las tasas de interés, con la tasa DTF pasando de 24% en enero de 1998 a 37% en junio de ese mismo año. En consecuencia, dado el esquema de corrección vigente atado a la DTF, la CM tuvo incrementos hasta del 27% promedio en agosto de 1998, determinado que a los deudores hipotecarios se les multiplicara el valor del crédito de forma descomunal, al tiempo que el valor de su vivienda (su colateral) se desplomó en más del 40% entre 1996 y 2000. Como consecuencia, la cartera vencida llegó a niveles superiores al 20% en 1999, conduciendo al colapso de las CAVs, a una severa crisis financiera y a una situación devastadora para muchos hogares colombianos (Cárdenas, *et al.* 2006).

No queda sino especular sobre qué hubiese sucedido si las autoridades económicas hubiesen atendido las muy pertinentes críticas y sugerencias que durante muchos años hizo Fedesarrollo a un esquema de financiación hipotecaria que, no obstante su creatividad y algunos evidentes beneficios, con seguridad terminó por generar una enorme vulnerabilidad a la economía en general y al sector financiero en particular. ■

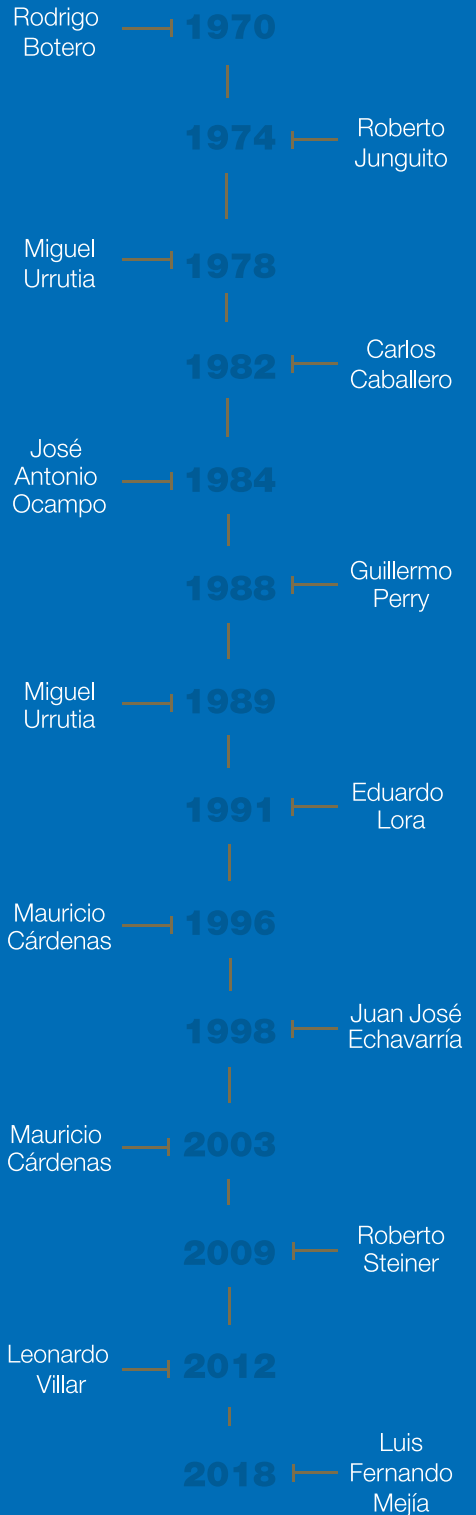
⁴⁰ A título personal y habiendo ingresado meses antes a Fedesarrollo como investigador, escribí una columna en la Revista Dinero (junio de 1993), sosteniendo que lo mejor que se podía hacer con el UPAC era eliminarlo, puesto que su propósito original se había desvirtuado toda vez que el mercado financiero se había vuelto más competitivo, menos especializado, y ya se les permitía a los intermediarios financieros capitalizar intereses. Ello suscitó una fuerte reacción de Enrique Peñalosa, entonces director del ICAVI, quien en una columna de ese mismo mes en El Espectador (junio de 1993) defendió el UPAC y, en particular, la necesidad de atar la corrección monetaria a la tasa DTF. A pesar de que no existen dudas de que el ICAVI fue el gestor de atar la CM a la DTF, 6 años después el primer director del ICAVI, Luis Eduardo Rosas, no tuvo ningún reparo en culpar a los técnicos del BdR de tan trascendental decisión (Portafolio, noviembre 15 y 29 de 2000).

VIII. Bibliografía

- Alesina, A., Carrasquilla, A. y Steiner, R. (2002). El Banco Central en Colombia, en Alesina A. (ed.) *Reformas institucionales en Colombia*, Fedesarrollo, Alfaomega.
- Arbeláez, M. A., Cadena, H.J., Zuluaga, S. y Carrasquilla, M.M. (Comp.). (2002). *Crisis financiera y respuestas de política*. Fedesarrollo.
- Banco de la República (enero de 1991). *Propuestas sobre el régimen monetario en la reforma constitucional*, Bogotá.
- Barajas, A., Steiner, R., Villar, L. y Pabón, C. (2014). *Singular Focus or Multiple Objective? What the Data Tell Us about IT in Practice in Latin America*, *Economía, Journal of LACEA*, Vol. 15(1).
- Caballero, C. y Urrutia, M. (2005). *Las crisis financieras del siglo XX*. Bogotá: Fedesarrollo, septiembre.
- Caballero, C. y Urrutia, M. (2006). *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX*. Asobancaria. Grupo Editorial Norma.
- Cárdenas, M. y Barrera, F. (1994). *Efecto macroeconómico de los capitales extranjeros: el caso colombiano*. En: Ocampo, J.A. (ed.) *Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas*. Red de centros de investigación Economía Aplicada. Fedesarrollo y Banco Interamericano de Desarrollo.
- Cárdenas, M. y Barrera, F. (1996). *Sobre la Efectividad de los Controles a los Flujos de Capital en Colombia*. *Coyuntura Económica*, junio. Pp. 101-125.
- Cárdenas, M. y Partow, Z. (1998). *¿Importa la independencia? El caso del Banco Central colombiano*. *Coyuntura Económica*, junio. Pp. 103-130.
- Cárdenas, M. y Badel, A. (2003) *La crisis de financiamiento hipotecario en Colombia: causas y consecuencias*. *Coyuntura Económica*. Vol. 33. No. 2, septiembre, pp. 35-67.
- Cárdenas, M. y Hernández, M. (2006). *El sector financiero y la vivienda*. Fedesarrollo. Bogotá.
- Carrasquilla, A. y Galindo, A. (1994). *El comportamiento monetario en Colombia: 1980-1993. Una hipótesis cambiaria*. *Coyuntura Económica*, marzo. pp. 135-142.
- Castaño, J. F. y Morales, M. A. (2015). *Revisión metodológica de índices de precios de la vivienda*. Banco de la República Colombia.
- Correa, P. (1990). *Colombia. Coyuntura Latinoamericana*. diciembre, pp. 103-130.
- Correa, P. (1991). *Colombia. Coyuntura Latinoamericana*. octubre, pp. 143-178.
- Correa, P. (1991b). *Acumulación de Reservas Internacionales y ajuste macroeconómico en siete países exportadores*. Fedesarrollo-Analdex.
- Cuéllar, M. M. (2005). *Crédito hipotecario en Colombia*. Fedesarrollo.
- Echavarría J. J. (1987). *Colombia, 1970-85. Management and consequences of two large external shocks*. London, Overseas Development Institute - ODI, July.
- Echavarría J. J. (1999). *Hacia la devaluación real, adiós bandas cambiarias*. *Coyuntura Económica*, junio de 1999. pp. 87-108.
- Echavarría J. J. y Arbeláez, M. A. (2003). *Tasa de cambio, deuda externa e inversión en Colombia*. Fedesarrollo, 42 p. Documentos de Trabajo. No. 22. junio.
- Echavarría J. J. (2005). *Tasa de cambio: evolución, determinantes e impacto*. *Coyuntura Económica*, diciembre. pp. 177-183.
- El Tiempo (17 de julio de 1994). *Devaluar ahora sería un suicidio: Hommes*. <https://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-174650>
- El Tiempo (8 de febrero de 1999). *Los peligros de la nostalgia*. Especial para El Tiempo.
- Fedesarrollo (1973a). *Análisis coyuntural*. *Coyuntura Económica*. julio, pp.5-50.
- Fedesarrollo (1973b). *Análisis coyuntural*. *Coyuntura Económica*. octubre, pp. 5-74.
- Fedesarrollo (1974). *Análisis coyuntural*. *Coyuntura Económica*. octubre, pp. 7-96.
- Fedesarrollo (1976a). *Análisis coyuntural*. *Coyuntura Económica*. julio, pp. 5-60.
- Fedesarrollo (1976b). *Colombia*. *Coyuntura Andina*. octubre. pp. 15-78.
- Fedesarrollo (1977a). *Análisis coyuntural*. *Coyuntura Económica*. mayo. pp. 1-74.
- Fedesarrollo (1977b). *Análisis coyuntural*. *Coyuntura Económica*. agosto. pp. 5-58.
- Fedesarrollo (1978). *Análisis coyuntural*. *Coyuntura Económica*. abril. pp. 5-84.
- Fedesarrollo (1979). *Colombia*. *Coyuntura Andina*. julio. pp. 5-33.
- Fedesarrollo (1980). *Análisis coyuntural*. *Coyuntura Económica*. octubre, pp.7-76.
- Fedesarrollo (1981a). *Análisis coyuntural*. *Coyuntura Económica*. abril, pp. 5-108.
- Fedesarrollo (1981b). *Colombia*. *Coyuntura Andina*. julio, pp. 53-61.
- Fedesarrollo (1981c). *Análisis coyuntural*. *Coyuntura Económica*. octubre, pp. 5-76.

- Fedesarrollo (1982a). *Análisis coyuntural. Coyuntura Económica*. octubre, pp. 10-122.
- Fedesarrollo (1982b). *Análisis coyuntural. Coyuntura Económica*. diciembre, pp. 5-128.
- Fedesarrollo (1983). *Análisis coyuntural. Coyuntura Económica*. marzo, pp. 5-184.
- Fedesarrollo (1984). *Análisis coyuntural. Coyuntura Económica*. marzo, pp. 5-178.
- Fedesarrollo (1985). *Análisis coyuntural. Coyuntura Económica*. abril, pp. 3-142.
- Fedesarrollo (1986). *Análisis coyuntural. Coyuntura Económica*. marzo, pp. 3-138.
- Fedesarrollo (1987). *Análisis coyuntural. Coyuntura Económica*. septiembre, pp. 11-108.
- Fedesarrollo (1990). *Colombia. Coyuntura Latinoamericana*. diciembre, pp. 103-130.
- Fedesarrollo (1991a). *Análisis coyuntural. Coyuntura Económica*. abril, pp. 53-76.
- Fedesarrollo (1991b). *Colombia. Coyuntura Económica*. octubre, pp. 143-178.
- Fedesarrollo (1994). *Análisis coyuntural. Coyuntura Económica*. diciembre, pp. 49-82.
- Fedesarrollo (1995a). *La Autonomía del Banco de la República. Debates de Coyuntura Económica No. 36*. septiembre, Bogotá.
- Fedesarrollo (1995b). *Análisis coyuntural. Coyuntura Económica*. marzo, pp. 57-80.
- Fedesarrollo (1996). *Análisis coyuntural. Coyuntura Económica*. marzo, pp. 47-68.
- Fedesarrollo (1998a). *Editorial. Coyuntura Económica*. marzo, pp. 5-10.
- Fedesarrollo (1998b). *Análisis coyuntural. Coyuntura Económica*. junio, pp. 59-84.
- Fedesarrollo (1998c). *Análisis coyuntural. Coyuntura Económica*. septiembre, pp. 58-86.
- Fedesarrollo (1999a). *Análisis coyuntural. Coyuntura Económica*. junio, pp. 55-86.
- Fedesarrollo (1999b). *Análisis coyuntural. Coyuntura Económica*. septiembre, pp. 55-73.
- Fedesarrollo (2000). *La situación fiscal y el financiamiento del gobierno en los años noventa*. Mimeo, Fedesarrollo, Bogotá.
- Fernández, C. (2005). *La política monetaria y los ciclos económicos en Colombia en los últimos 35 años. Coyuntura Económica*, diciembre. Fedesarrollo.
- Fuentes, A y Pardo, R. (1976). *La liberación actual de importaciones y su perspectiva histórica. Coyuntura Económica*, 6(2), 87-98.
- Gómez, H. (1978). *Alfonso López Michelsen: un examen crítico de su pensamiento y de su obra de gobierno. Fedesarrollo-Tercer Mundo*. Bogotá.
- La República (3 de febrero de 1999). *Fedesarrollo urge eliminar la banda cambiaria*. Por Myriam Garzón Arévalo.
- La República (4 febrero de 1999). *Para el Emisor, Fedesarrollo sufre de espejismos*. Por Myriam Garzón Arévalo.
- Lleras, C. (1995). *El régimen de Banca Central en la Constitución de 1991: La búsqueda de consenso*. En: Steiner, R. (comp.) *La autonomía del Banco de la República: Economía política de la reforma*. TM editores. Fedesarrollo 25 años.
- Londoño, J. L., y Perry, G. (1985). *El Banco Mundial, el Fondo Monetario y Colombia: análisis crítico de sus relaciones. Coyuntura económica*, 15(3), 209-243.
- Lora, E. (1987). *La situación actual del sistema UPAC: problema y propuestas de política*. Fedesarrollo, Bogotá.
- Lora, E. (1991a). *Las normas constitucionales sobre la moneda y la actividad financiera. Economía Colombiana*, abril, pp. 50-55.
- Lora, E. (1991b). *Reservas internacionales y política monetaria en Colombia. Coyuntura Económica*, diciembre, pp. 85-100.
- Lora, E y Salazar, N. (1994). *¿Podría repetirse 1982? Un análisis de los riesgos macroeconómicos y financieros en Colombia. Fedesarrollo. Informe Presentado al IFI-Ministerio de Desarrollo*.
- Lora, E y Ocampo, J. A. (1986). *Política macroeconómica y distribución de ingreso en Colombia: 1980-1990. Coyuntura Económica*, octubre, pp. 109-158.
- Lora, E, Zuleta, L. A., y Zuluaga, S. (1993). *El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: El caso colombiano*. Mimeo, Fedesarrollo, Bogotá
- Meisel, A. (1998). *La Banca central en Colombia: de la autonomía privada a la pública: 1923-1997. Coyuntura Económica*, marzo, pp. 119-140.
- Ocampo J. A. (1983) *En defensa de la continuidad del régimen cambiario. Coyuntura Económica*, marzo, pp. 198-214.
- Ocampo J. A. (1985) *Políticas de regulación de la oferta de café. Coyuntura Económica*, junio, pp. 142-162.
- Ocampo J. A. (1986) *La política macroeconómica en el corto y el mediano plazo. Coyuntura Económica*, diciembre, pp. 147-178
- Ocampo J. A. (1986). *Crisis y política económica en Colombia, 1980-1985*. En: Thorp, R. y Whitehead, L. (Eds.). *La crisis de la deuda en América Latina* (pp. 213-241). Bogotá: Fedesarrollo / Siglo Veintiuno.

- Ocampo J. A. (1989) *Ciclo cafetero y comportamiento macroeconómico en Colombia, 1940-1987*. Coyuntura Económica, diciembre. pp. 147-183.
- Ocampo J. A. (2005) *¿Por qué fue tan severa la crisis económica de fines de los años noventa?* Coyuntura Económica. Vol. 35. No. 2, segundo semestre, pp. 73-79
- Peñalosa, E. (1993). "Acabar con el UPAC?" El Espectador, junio 12.
- Perry, G. y Junguito, R. (1981). *Política económica y Endeudamiento Externo en Colombia 1970-1980*. Desarrollo y Sociedad, junio.
- Perry, G. (1991). *La economía de la reforma constitucional*. En: ANIF. *Subsiste el Futuro: Constitución y Política Económica*. abril, Santiago de Cali.
- Perry, G. (2019). *Decidí Contarlo. Conversaciones sobre cincuenta años de economía y política en Colombia*. Debate, editorial Géminis S.A.S.
- Rosas, L.E. (2000a). "Menos soberbia", Portafolio, noviembre 29.
- Rosas, L.E (2000b). "El decenio de los economistas", Portafolio, noviembre 15.
- Sánchez, F., Armenta, A., y Fernández, A. (2005). *Historia monetaria de Colombia en el siglo XX: grandes tendencias y episodios relevantes* Documento CEDE No. 30.
- Steiner, R. (1987). *El manejo de la tasa de cambio y el Estatuto Cambiario: Los objetivos de largo plazo y los desafíos coyunturales*. En: Montes, F. (ed.) *20 años del Régimen de cambios y de Comercio Exterior. Historia y teoría económica*. Colección bibliográfica Banco de la República.
- Steiner, R, Suescún, R. y Melo, F. (1992). *Flujos de capital y expectativas de devaluación*. Coyuntura Económica, julio de 1992, pp. 93-110.
- Steiner, R. (1992). *Los flujos internacionales de capitales: deuda externa, inversión extranjera y especulación cambiaria*. Gran Enciclopedia de Colombia.
- Steiner, R. (1993). "Corrigiendo la corrección". Revista Dinero, junio. Obtenido de <https://www.dinero.com/archivo/articulo/corrigiendo-correccion/21099>
- Steiner, R y Fernández, E. (1993). "La corrección monetaria". 1/DIE-1192-209-J. Banco de la República, Secretaría Junta Directiva.
- Steiner, R. (1996). *La reciente afluencia de capital extranjero a Colombia*. Coyuntura Económica, junio. pp. 81-100.
- Steiner, R. (2017). *Francisco José Ortega: destacado académico, visionario banquero central*. En: Meisel A., y Ramírez, M. T. (Eds.). *Tres banqueros centrales*. Banco de la República.
- Suescún, R. (1997). *Bonanzas, enfermedad holandesa y ciclo económico real en Colombia*. Coyuntura Económica, junio. pp. 125-150.
- Uribe, J. D. (1995). *Flujos de capital en Colombia: 1978-1994*. Borradores de Economía; No. 25.
- Urrutia, M., Pontón, A. y Posada, C.E. (1999). *El desempeño macroeconómico colombiano. Series estadísticas (1905-1997)*. Segunda versión. GRECO, Banco de la República.
- Urrutia, M., Posada, C. E., Pontón, A., y Martínez, O. (2000). *Comercio exterior y actividad económica de Colombia en el siglo XX: exportaciones totales y tradicionales Borradores de Economía No. 163*. Banco de la Republica de Colombia.
- Urrutia, M. (2005). *Cambio en los instrumentos de política monetaria*. Coyuntura Económica, diciembre. pp. 101-106
- Villar, L. (2005). *Flujos de capital privado en Colombia 1970-2004*. Coyuntura Económica, diciembre. pp. 159-166.



FEDesarrollo
DE INFLUENCIA EN POLÍTICA PÚBLICA



DE INFLUENCIA 1970 - 2020 POLÍTICA PÚBLICA

ISBN: 978-958-52187-5-8



9 789585 218758