





**Estudios de caso en políticas públicas**  
**N.º 13**



LUCÍA MONTOYA CADAVID DE RESTREPO

**El debate sobre la banca  
central independiente:  
el caso colombiano**

UNIVERSIDAD EXTERNADO DE COLOMBIA

Prohibida la reproducción o cita impresa o electrónica total o parcial de esta obra, sin autorización expresa y por escrito del Departamento de Publicaciones de la Universidad Externado de Colombia. Las opiniones expresadas en esta obra son responsabilidad del autor.

ISBN 978-958-710-261-1

© 2007, LUCÍA MONTOYA CADAVID DE RESTREPO  
© 2007, UNIVERSIDAD EXTERNADO DE COLOMBIA  
Calle 12 n. ° 1-17 Este, Bogotá  
Teléfono (571) 342 0288  
publicaciones@uexternado.edu.co  
www.uexternado.edu.co

Primera edición: septiembre de 2007

Diseño de carátula: Departamento de Publicaciones  
Composición: Proyectos Editoriales Curcio Penen  
Impresión y encuadernación: Cargraphics, impresión digital  
Tiraje de 1 a 1.000 ejemplares.

Impreso en Colombia  
*Printed in Colombia*

## CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	11
CAPÍTULO PRIMERO	
EL MARCO CONCEPTUAL	15
i. Nueva ortodoxia y nuevas realidades	15
A. Reglas <i>versus</i> discrecionalidad	16
B. Los argumentos a favor de un banco central independiente	19
C. Los argumentos en contra de un banco central independiente	23
D. La economía institucional y la independencia del banco central	27
1. Dos enfoques	27
2. Condiciones para un contrato óptimo	28
a. Transparencia	28
b. Reputación	29
E. Independencia	30
CAPÍTULO SEGUNDO	
ANTECEDENTES DEL ACTUAL BANCO DE LA REPÚBLICA	33
i. La época anterior a 1923	33
A. La creación del Banco de la República en 1923 y su reforma en 1951	36
B. División del sistema de banca central	38
1. El Gobierno no debe tener el control de la emisión monetaria	40
2. El endeudamiento del Gobierno con el Banco de la República debe estar sometido a restricciones fuertes	41

3. El banco central no debe cumplir labores de fomento	44
C. El Banco actual	45
D. Inspección, vigilancia y control	45
E. La Junta del Banco	49
F. Las transformaciones del Banco	50
CAPÍTULO TERCERO	
EL DEBATE PREVIO A LA CONSTITUYENTE	53
I. Críticas a la Junta Monetaria	53
II. Críticas al Banco de la República	55
III. Críticas a la financiación monetaria del déficit	59
IV. Las reformas propuestas	59
CAPÍTULO CUARTO	
EL DEBATE EN LA CONSTITUYENTE	61
I. La coordinación	64
II. El Banco como autoridad cambiaria	65
III. La conformación de la Junta Directiva	66
IV. La financiación al Gobierno	68
V. Responsabilidad por los resultados financieros del Banco	70
CAPÍTULO QUINTO	
EL DEBATE POSTERIOR	75
CAPÍTULO SEXTO	
EL DEBATE EN LA JUNTA	83
CAPÍTULO SÉPTIMO	
LAS PRINCIPALES CRÍTICAS A LA POLÍTICA CAMBIARIA Y MONETARIA DEL BANCO	93
I. Críticas al manejo cambiario	93
II. Críticas a la política monetaria	99
CAPÍTULO OCTAVO	
LA CARTILLA DEL BANCO	105
I. La teoría	105
II. Los objetivos	109



III. Política monetaria y crecimiento económico	113
IV. Limitaciones de la política monetaria	117
V. Política monetaria e inflación de activos	122
VI. La política fiscal	124
VII. Cambios en la cartilla	131
CAPÍTULO NOVENO	
EL BANCO DE LA REPÚBLICA Y LA CORTE CONSTITUCIONAL	135
CAPÍTULO DÉCIMO	
LAS PROPUESTAS DE REFORMA	143
CAPÍTULO DECIMOPRIMERO	
¿QUÉ TAN INDEPENDIENTE ES EL BANCO CENTRAL COLOMBIANO?	153
BIBLIOGRAFÍA	161
ANEXO	
CAPÍTULO VI DE LA CONSTITUCIÓN NACIONAL DE COLOMBIA: DE LA BANCA CENTRAL	175



## INTRODUCCIÓN

La Constitución colombiana sufrió modificaciones sustanciales en 1991. Una de ellas fue la referente a su institucionalidad monetaria.

La idea de cambiar el sistema vigente por uno más independiente del Ejecutivo encontró su apoyo teórico en los nuevos enfoques económicos, y su viabilidad política en la Asamblea Nacional Constituyente, convocada en 1991 para reformar la Constitución.

Ese paso de un sistema dividido de banca central, Junta Monetaria-Banco de la República, en el cual la política monetaria y crediticia era manejada por el Ejecutivo, a uno de banca central independiente, ha dado lugar a un amplio debate que ha tenido ingredientes técnicos, políticos y hasta simpatías o antipatías personales.

La discusión sobre el tema se inició desde los años 1980, en escenarios predominantemente académicos, prosiguió en la Asamblea Nacional Constituyente y continuó en los años 1990 con intervención del mundo político, el académico y hasta el judicial.

En la década de los 1980, la controversia se centró en las modificaciones que requería la Junta Monetaria (creada en 1963), pero fue evolucionando hacia la definición de las características que debía tener un nuevo esquema.

Las tendencias de la literatura internacional sobre el tema, y los experimentos exitosos de algunos países que habían adoptado un banco central independiente, tuvieron

una influencia decisiva en la escogencia del sistema que hoy nos rige.

El estudio de esta discusión es especialmente interesante, no sólo por la relevancia del tema mismo sino porque retrata una transformación que se operó en Colombia desde finales de los años 1980.

De un pragmatismo que diseñaba soluciones económicas propias con elementos tomados de las tendencias internacionales, pero modificados y adaptados a nuestra realidad histórica, cultural y social, se pasó a la adopción acrítica de los enfoques económicos internacionales.

Las discusiones sobre la política y las instituciones económicas ya no tenían la forma de una confrontación de opiniones sobre un tema, sino de un enfrentamiento entre escuelas económicas: neoliberalismo *versus* intervencionismo, aperturismo *versus* proteccionismo, etc.

El debate sobre la adopción de un banco central independiente no estuvo exento de estas características. Desde un comienzo, los opositores a la propuesta la descalificaron como expresión de un “monetarismo extremo” y de un “neoliberalismo” que pretendía quitarle al Ejecutivo instrumentos de intervención.

Los argumentos de comienzos de los 1980 enfatizaban en los efectos negativos del financiamiento monetario del déficit sobre la estabilidad macroeconómica, o en las consecuencias nocivas del crédito de fomento en la asignación eficiente de los recursos y el desarrollo del mercado de capitales.

Pero al final de esa década y al comienzo de los años 1990, los ataques al sistema vigente y la defensa de una autoridad monetaria independiente como su mejor reemplazo utilizaron todo el arsenal que ofrecía la literatura del momento sobre banca central: los costos de la inflación, aun moderada como la colombiana; los incentivos del Ejecutivo y el Legislativo para privilegiar el gasto sobre el control de la inflación; y la superioridad de un banco central independiente, sobre otras opciones, para lograr la estabilidad de precios.

Sobra decir que el debate posterior ha mantenido esa tónica. La defensa de un banco central autónomo está asociada a una posición moderna, a tono con los avances internacionales de la disciplina. Por el contrario, las críticas a este esquema se asocian a puntos de vista pasados de moda, cercanos a enfoques ya superados y que corresponden a un mundo que ya dejó de existir.

El tema de la banca central es considerado internacionalmente como un tema de iniciados en economía y finanzas, pero en Colombia opinan sobre él académicos, funcionarios, sindicatos, políticos, medios de comunicación, etc.

Uno podría resumir la situación afirmando que muchos estamentos sienten que las actuaciones del Banco de la República (en adelante el Banco) los afectan, pero pocos tienen las herramientas conceptuales para hacer un debate serio sobre el tema.

Los puntos más sensibles han sido el de la coordinación del Banco con el Gobierno y la presencia del ministro de Hacienda en la Junta del Banco de la República (en adelante la Junta), pero la confrontación alrededor de ellos sólo se ha traducido en intentos de reforma que nunca han prosperado.

Este trabajo presenta los elementos fundamentales del debate sobre la institución misma del banco central de Colombia y sobre algunas de sus actuaciones.

Los dos primeros capítulos sintetizan la discusión teórica sobre el tema y la genealogía de la banca central en Colombia. Ellos proporcionan el marco conceptual e histórico indispensable para situar y valorar el debate en sus justas dimensiones.

Los siguientes cuatro capítulos constituyen el núcleo del trabajo. Se presentan los diferentes escenarios en donde se ha desarrollado la controversia: la Junta del Banco, el Congreso y el mundo académico.

El capítulo séptimo recoge la parte del debate suscitada por las actuaciones del Banco como autoridad monetaria y cambiaria.

Una frase del presidente URIBE al comienzo de su primer mandato, en la que sugería el “cambio de cartilla” por parte del Banco, dio origen al capítulo ocho.

La relación del Banco con la Corte Constitucional, una institución nacida también en la Constitución de 1991, ha tenido diversas facetas. El capítulo nueve se ocupa de ese tema.

El capítulo décimo resume las propuestas de diversos orígenes para reformar al Banco.

El último capítulo muestra los resultados de dos encuestas realizadas, una por Fedesarrollo y otra por un codirector de la Junta, para determinar el grado de independencia del Banco y la percepción del público sobre el tema. Se aplica también el cuestionario de CUKIERMAN para evaluar algunos aspectos de esa independencia en la actualidad.

Ha sido muy estimulante, desde todo punto de vista, el seguimiento de un debate en el que cada contendor se presenta solamente con sus ideas y su destreza para expresarlas.

La sola posibilidad de que algún día todas nuestras diferencias puedan expresarse y resolverse en esa forma me llenó de entusiasmo.

## CAPÍTULO PRIMERO

### EL MARCO CONCEPTUAL

#### I. NUEVA ORTODOXIA Y NUEVAS REALIDADES

El debate alrededor de la independencia del banco central ha estado alimentado tanto por argumentos teóricos como por evidencia empírica. La relevancia que ha adquirido el tema ha sido producto de la aparición de nuevos enfoques y de nuevas realidades económicas.

En efecto, varios virajes teóricos han preparado el camino para convertir a la estabilidad de precios en un objetivo fundamental de la política económica, y al arreglo institucional asociado a un banco central independiente en la mejor opción para evitar los desbordes inflacionarios.

De un escenario donde predominaban la curva de PHILIPS, el proteccionismo y la intervención del Estado en la economía, pasamos a otro donde reinan las expectativas racionales y las teorías que defienden la globalización y la libertad de mercado (CUKIERMAN, 1996).

La nueva ortodoxia, por una parte, y los fenómenos de estanflación y de hiperinflación durante los años 1970, por otra, modificaron las perspectivas sobre la relación inflación-crecimiento. En este contexto ya no encajaba la figura del banco central promotor del desarrollo –típico de la posguerra–. Las políticas sectoriales, y con más razón las realizadas con instrumentos monetarios, fueron reemplazadas por la idea de que la mejor política de desarrollo era la que lograba la estabilidad macroeconómica.

Los efectos benéficos de la inflación sobre el empleo y el crecimiento, implícitos en la curva de PHILLIPS, fueron reemplazados por los efectos perversos de la inflación asociados a las teorías de las expectativas racionales y del crecimiento endógeno. Según la primera de estas teorías, en un escenario de inflación perfectamente anticipada, la solución obtenida tiene un sesgo inflacionista, pues la tasa de desempleo correspondiente a la nueva situación de equilibrio coincide con la natural pero el nivel de inflación es superior al del equilibrio anterior.

A su turno, las teorías del crecimiento endógeno enfatizaron los efectos negativos que la incertidumbre, asociada a niveles altos e inestables de inflación, ejerce sobre el nivel y la eficiencia de la inversión.

Otros aspectos relevantes en esta defensa de la estabilidad de precios tienen que ver con la mala asignación de los recursos, incluido el talento, y con la dificultad para el desarrollo de los mercados financieros y de capitales en un ambiente inflacionario<sup>1</sup>.

## A. Reglas *versus* discrecionalidad

Una vez la corriente principal dio por sentado que la estabilidad de precios debía ser un objetivo fundamental de la política económica, el debate se concentró en las opciones para lograr esa finalidad.

Dos han sido las alternativas propuestas para enfrentar la propensión a la inflación de los diseñadores de política monetaria: una regla legislada o una autoridad discrecional independiente<sup>2</sup>.

---

1 Los costos de una inflación fuera de control han sido señalados por muchos teóricos de la economía desde hace muchísimo tiempo. Lo novedoso de esta moderna cruzada antiinflacionaria está en las nuevas herramientas teóricas utilizadas para demostrar que aun las inflaciones bajas son perniciosas para el crecimiento económico.

2 Por variadas razones, otras opciones como el regreso al patrón oro, los pactos sociales o el ancla cambiaria no formaban parte del menú.



La primera, propuesta por MILTON FRIEDMAN<sup>3</sup> y algunos monetaristas sugería que la oferta monetaria debía crecer a una tasa anual constante. Recomendaban, además, que tal regla (conocida como la regla del k%) debía elevarse a la categoría de precepto constitucional, como una forma de blindar la política monetaria contra las veleidades de los formuladores de política.

La oposición a esta idea se fundamentó en la desconfianza respecto a la fortaleza del sistema monetario y a la flexibilidad de precios y salarios, condiciones necesarias para que tal propuesta fuera exitosa.

Pero si bien la propuesta friedmaniana no se cristalizó, sí influyó de manera marcada la estrategia de política monetaria estadounidense en los años 1980. En efecto, durante esos años la Reserva Federal utilizó metas monetarias estrictas como objetivos intermedios de política.

El fracaso de este esquema fue atribuido por algunos a la aparición de las innovaciones financieras, que introdujeron gran inestabilidad a la relación entre los agregados monetarios y la inflación. Pero los monetaristas insistieron en que la irresponsabilidad de los formuladores de política –incluido el banco central–, al no valorar en su verdadera dimensión los costos de la inflación, eran los culpables de los malos resultados del experimento.

De todos modos, dos resultados quedaron de la ofensiva monetarista: la aceptación de la lucha antiinflacionaria como una prioridad de la política económica y, como consecuencia del fracaso del enfoque de una regla legislada, la idea de un banco central independiente como la mejor opción en la búsqueda de la estabilidad de precios<sup>4</sup>.

---

3 Algunos autores han visto en el debate entre reglas o autoridad monetaria discrecional un enfrentamiento entre monetaristas y keynesianos, ya no en el campo de las ideas sino en el de las instituciones.

4 La idea de un banco central con discrecionalidad como la mejor opción para el manejo de la política monetaria fue defendida por ALFRED MARSHALL. Para

En Colombia, el tema referente a la exploración de opciones para enfrentar la inflación sólo tuvo relevancia a partir de los años 1980.

Hasta 1931, la política monetaria colombiana operó bajo un esquema de patrón oro, considerado como la mejor regla para mantener la estabilidad de precios.

La época de la posguerra estuvo dominada, en el país, por las teorías del crédito de fomento, la política monetaria con múltiples objetivos y la Curva de PHILLIPS. En estos enfoques la inflación aparecía como un mal menor o como un costo que debía ser pagado si se quería mejorar el crecimiento. En estas circunstancias no había mucho espacio para una discusión sobre la lucha contra la inflación.

Sin embargo, desde mediados del siglo XX hubo voces que alertaban sobre los peligros de una inadecuada dirección monetaria, si bien la crítica se concentraba más en la inconveniencia de tener una autoridad monetaria de carácter privado que en el desborde inflacionario que podría derivarse de esa situación. Pero se abogaba por una mayor independencia de la autoridad monetaria, no por la adopción de una regla.

Brillantes economistas como LAUCLIN CURRIE o hacendistas destacados como ALFONSO PALACIO RUDAS fueron ejemplos destacados en esa cruzada por aislar el manejo monetario de la influencia tanto del sector público como del privado.

Desde la década de los 1950, CURRIE criticaba la presencia del sector privado en la Junta del Banco de la República<sup>5</sup> aduciendo que

---

MARSHALL, los males de la moneda –las fluctuaciones de su valor y los ciclos de crédito– podían ser enfrentados con más éxito por una autoridad monetaria discrecional que por un sistema de convertibilidad. Esta posición es más significativa en la medida que representaba una excepción a su defensa del *laissez faire* en los demás campos de la economía.

5 Hasta la reforma de 1991, tenían representación en la Junta del Banco los productores, los consumidores, los exportadores y los banqueros privados.

... el nombramiento de un individuo como representante de determinado grupo o de intereses económicos, debilita su sentido de responsabilidad [pues al decidir sobre un determinado tema tendrá la tendencia] a considerar los intereses del grupo que representa en vez de los intereses de toda la comunidad (citado en HERNÁNDEZ, 1991, p. 33).

Por su parte, PALACIO RUDAS, inspirado en la misma convicción de CURRIE sobre la inconveniencia de la injerencia de intereses privados<sup>6</sup> en el manejo monetario, lideró desde el Congreso la creación de la Junta Monetaria (1963), como entidad que debía asumir las funciones de autoridad monetaria, crediticia y cambiaria, que hasta ese momento detentaba el Banco de la República.

La posición de ambos analistas, en la discusión que se dio en el país a comienzos de los años 1990 alrededor de la propuesta de reforma del Banco de la República, fue de claro apoyo al esquema de un banco central independiente (CURRIE, 1991, p. 46) (PALACIO RUDAS, 1991).

La institucionalidad monetaria diseñada en la Constitución del 91 atendía las críticas de los economistas mencionados, en la medida que evitaba que la política monetaria se pusiera al servicio de intereses privados<sup>7</sup> o se utilizara como herramienta de fomento.

## **B. Los argumentos a favor de un banco central independiente**

El argumento general a favor de un banco central independiente como la vía más segura para llegar a la estabilidad de precios es de este tenor: la estabilidad de precios es un presupuesto básico para lograr un crecimiento de largo plazo

---

6 A PALACIO RUDAS le preocupaba especialmente la influencia de los banqueros privados en la orientación monetaria y crediticia del país.

7 Cabe señalar que estos intereses seguían presentes en la Junta Monetaria a través de las gestiones que algunos ministros hacían para favorecer a los gremios relacionados con sus carteras.

en una economía de libre empresa, y más aún en un mundo globalizado. El Legislativo y el Ejecutivo tienen fuertes incentivos para diseñar políticas con sesgo inflacionario. Por lo tanto, la mejor solución es un banco central independiente que tenga el control de la inflación como único o principal objetivo<sup>8</sup>, y que esté alejado de las presiones de los políticos y, muy especialmente, del Gobierno<sup>9</sup>.

La teoría de juegos y la de la elección pública han ofrecido los principales elementos para la justificación teórica de una autoridad monetaria con alto grado de autonomía.

Los modelos de política monetaria basados en la teoría de juegos parten de unas interrelaciones bidireccionales entre los diseñadores de política y los agentes privados, las cuales adoptan la forma de un juego no cooperativo cuando no hay credibilidad. La solución asociada a esta “no cooperación” implica una pérdida social expresada en mayores niveles de inflación o mayores costos de las políticas de desinflación, en términos de empleo y producto (ERIAS REY y SÁNCHEZ SANTOS, 1998, p. 80)

Esa falta de credibilidad en autoridades con discrecionalidad está asociada al problema conocido como “la inconsistencia dinámica de los planes óptimos”. Los hacedores de política tienen incentivos a desviarse de las políticas previamente anunciadas en la medida que perciban que los beneficios que ellos derivan de ese incumplimiento son mayores que los costos<sup>10</sup>.

---

8 Los bancos centrales con objetivos múltiples –estímulo al desarrollo, estabilidad del producto, etc.– son considerados arreglos con sesgo inflacionario.

9 En notorio que la preocupación de los analistas colombianos acerca del papel del Banco de la República como dispensador de crédito de fomento sea casi inexistente en la literatura internacional. “El punto se olvida, quizás, porque es obvio en términos de la legislación internacional existente sobre los bancos centrales y porque ningún economista concibe –y ningún hombre de ideas liberales acepta– que la fijación de los impuestos, incluido el señoreaje por la emisión del dinero, se maneje por fuera de las normas tributarias y presupuestales generales” (HERNÁNDEZ, 2001, p. 212).

10 Esta inexistencia de la capacidad de autoobligarse es propia de los gobiernos,

La valoración obtenida al desviarse de los anuncios previos, se relaciona con las prioridades del estamento que define la política. Cuando, por ejemplo, el ejecutivo tiene fuerte injerencia en la política monetaria, deriva grandes beneficios de la sorpresa inflacionaria en la medida que –por lo menos a corto plazo– logra estimular la producción y el empleo.

Es decir, los hacedores de política intentan hacer efectiva una ventaja estratégica para conseguir beneficios de corto plazo, pero ese incumplimiento les resta credibilidad (ERIAS REY y SÁNCHEZ SANTOS, 1998, p. 77).

Un banco central con libertad de acción para lograr el objetivo de la reducción de la inflación, y aislado de las presiones de aquellos agentes que obtendrían beneficios de las sorpresas inflacionarias, tendrá una alta credibilidad de parte de los agentes privados. Obviamente, esta credibilidad será más fuerte en la medida que el compromiso del Banco con el logro de su objetivo le construya una sólida reputación.

En términos de teoría de juegos, en una situación de juegos repetidos, los agentes aprenden sobre las verdaderas prioridades de las autoridades. Si la autoridad monetaria puede transmitir al público su compromiso con la reducción de la inflación, aumentará su reputación y credibilidad, con lo cual logrará una solución más cercana a un equilibrio cooperativo. En otras palabras, un arreglo institucional de esas características soluciona la disyuntiva credibilidad-flexibilidad<sup>11</sup>.

El mismo aparato teórico es utilizado para descalificar al Legislativo y al Ejecutivo como posibles autoridades monetarias.

---

los cuales, en tanto que depositarios de la soberanía del Estado, no tienen autoridad superior que los fuerce a cumplir sus promesas (URRUTIA, 1998).

11 Algunos autores ven a la reputación como una consecuencia del cumplimiento de los anuncios y de la utilización de un lenguaje apropiado para hacer tales anuncios. La independencia del banco central no es, según ellos, una condición necesaria para la obtención de esa reputación.

La desconfianza hacia el Gobierno se fundamenta en los incentivos que éste tiene para utilizar la política monetaria para la reducción del desempleo, la financiación del presupuesto a través del señoreaje o para fines electorales. Estos factores, sumados a la alta tasa de descuento intertemporal de los políticos son la base para la presunción de que el objetivo de estabilidad de precios será fácilmente sacrificado. La credibilidad en una autoridad con tales incentivos será necesariamente baja.

Desde la perspectiva de la elección pública, un banco central independiente, en la medida que esta independencia signifique estar aislado de las presiones políticas, ofrece importantes ventajas para la sociedad.

Tal arreglo institucional limita la manipulación partidista de la política monetaria que, con fines electorales, puede hacer el Gobierno, y reduce la posibilidad de que la autoridad monetaria se vea obligada a comportarse de acuerdo con las preferencias del Ejecutivo. Gracias a este aislamiento se obtienen niveles más bajos y más estables de inflación y menor incertidumbre, principalmente la asociada a épocas preelectorales o, inclusive, a los primeros meses de gobierno, cuando los agentes no han develado todavía las preferencias de las nuevas autoridades.

En síntesis, el banco central independiente es, desde la óptica de la teoría de juegos, la mejor solución al problema de la inconsistencia dinámica; y desde el enfoque de la elección pública, la mejor forma de eliminar la incertidumbre e inestabilidad que se derivan de una política monetaria que responda a las preferencias de los partidos políticos<sup>12</sup>.

---

12 Algunos autores señalan que un banco central independiente propicia, además, un manejo responsable de las finanzas públicas porque al dificultar la financiación del déficit con emisión, obliga al Gobierno a mejorar la eficiencia de su sistema tributario y a internalizar los costos económicos y políticos del déficit.

### **C. Los argumentos en contra de un banco central independiente**

Algunas de las críticas a un banco central autónomo se dirigen a cuestionar el objetivo mismo de la institución, y otras, su naturaleza.

Es claro que la justificación fundamental de una autoridad monetaria independiente parte del supuesto de que ésta es la opción más eficiente para controlar la inflación, y de que un ambiente de baja inflación produce mejores resultados económicos generales. Las críticas a tal arreglo institucional se enfocan, entonces, a cuestionar esos supuestos.

La correlación entre mayor independencia del banco central y menor inflación es considerada espuria por algunos autores. Según ellos, la autonomía del banco central y la reducción de la inflación están ligadas, pero no porque una cause la otra sino porque ambas son causadas por un tercer factor, como la existencia de un consenso social sobre la necesidad de la estabilidad de precios, o la presencia de un sector financiero fuerte interesado en esa estabilidad.

El apoyo de la sociedad a la lucha antiinflacionaria o la capacidad y disponibilidad de ciertos sectores para influir en los hacedores de política explicarían los logros en ese frente. Serían estos factores, y no la creación de un banco central independiente, lo que garantiza el éxito de una política de estabilización. Así, el caso de Alemania (que es el paradigma en el tema de la independencia del banco central) es visto como el producto de una aversión de la sociedad a la inflación, nacida de los desastrosos efectos de las hiperinflaciones sufridas por esa nación en el pasado.

La evidencia empírica ha sido utilizada por los defensores de una autoridad monetaria independiente para mostrar que a mayor autonomía de esa autoridad, mejor comportamiento de la inflación (DE GREGORIO, 1994; CUKIERMAN, 1996; ISSING, 1993). Sin embargo, algunos críticos de esa posición descalifican tales investigaciones, por lo menos en lo que se

refiere a los países en desarrollo, con el argumento de que los índices legales utilizados en algunos de estos estudios no son relevantes en ambientes donde predominan las reglas informales y el déficit de institucionalidad (CUKIERMAN, 1996; BERMAN y McNAMARA, 1999)

Otra línea de ataque a la autonomía del banco central cuestiona la supuesta relación negativa entre inflación y crecimiento. Si el compromiso de un banco central independiente con el objetivo de reducción de la inflación supone un mínimo de activismo frente a las fluctuaciones del PIB, entonces la profundidad de las recesiones puede ser tal que deteriore los fundamentos económicos, políticos y sociales del país y, por lo tanto, su trayectoria de crecimiento de largo plazo. Algunos estudios muestran que una mayor independencia del banco central está asociada a mayores caídas del producto en las recesiones, y con mayores costos de los procesos de desinflación (BERMAN y McNAMARA, 1999, p. 5). Estos resultados contradecían la conclusión de los trabajos de GRILLI, MASCIANDRO y TABELLINI, en el sentido de que “tener un banco central independiente es casi como tener un almuerzo gratis” (citados en BERMAN y McNAMARA, 1999, p. 5)

Por otro lado, una política demasiado restrictiva puede restarle credibilidad a la autoridad monetaria, si los agentes económicos perciben que tal postura no es sostenible. En este caso, el compromiso del Banco con la reducción de la inflación y su independencia para buscar ese objetivo a cualquier costo, generan desconfianza en vez de credibilidad y, por esa vía, reducción de la inversión nacional y extranjera y del ritmo de crecimiento. La evidencia empírica en este aspecto no es contundente. Dependiendo de los indicadores utilizados o los períodos escogidos se obtienen relaciones de distintos signos entre inflación y crecimiento. ALESSINA (1993) afirma que “la independencia del banco central no tiene un impacto medible sobre el comportamiento económico real”.

Pero los ataques a la autonomía del banco central no tienen que ver solamente con aspectos económicos sino también con aspectos políticos.



Desde esta óptica, un arreglo institucional que confía la regulación monetaria a una entidad autónoma se ve como parte del credo neoliberal, expresado en el Consenso de Washington. Es decir, como “el resultado de un consenso ideológico para aislar la política monetaria de las demandas de los trabajadores y de los intereses de grupos domésticos” (BERMAN y McNAMARA, 1999, p. 6). En este sentido, la decisión de adoptar un banco central independiente no es de carácter técnico sino político. Es una decisión a favor del capital financiero y de su internacionalización.

Pero es desde la perspectiva de la elección pública donde se han estructurado las críticas más sólidas a un banco central independiente. Se le acusa de ser un arreglo institucional poco democrático, poco transparente y sustentado en la falsa premisa de que sus miembros actúan buscando el interés público y no su beneficio personal. Ese beneficio está asociado, en la mayoría de los casos, a la reputación.

La crítica proveniente del enfoque mencionado puede sintetizarse así: el banquero central busca adquirir, ante todo, una buena reputación. Pero el logro de ese objetivo está íntimamente asociado al logro de las metas propias de la institución que dirige, las cuales no coinciden necesariamente con las preferencias de la sociedad.

Según estos críticos, un banco central autónomo es el ejemplo de una burocracia incontrolada, que utiliza un lenguaje innecesariamente confuso para no dejar traslucir sus verdaderas intenciones y para dar la impresión de que la política monetaria es un área tan complicada, que no podría ser entendida ni manejada por los políticos (ISSING, 1993, p. 275). Según KENNETH BOULDING (1975)

Los bancos centrales deberían ser estudiados por antropólogos, no por economistas, pues su cultura es más misteriosa que la de muchas tribus salvajes [...] Nadie sabe realmente como son (los banqueros centrales), qué clase de imágenes del mundo tienen, de qué hablan, qué clase de chismes siguen,

qué tabús tienen y como forman sus decisiones (citado en TOGNATO, 2003, p. 20).

Sin esa sofisticación artificial, las decisiones en el tema monetario presentan el mismo grado de complejidad de otras áreas, y deberían ser tomadas mediante el mismo proceso político usado en la política fiscal, en la seguridad social, etc.

Inclusive, algunos autores han llegado a comparar a los nuevos bancos centrales con iglesias que no permiten la discusión de los dogmas que emanan de sus concilios y que defienden el catecismo antiinflacionista como la única tabla de salvación (TOGNATO, 2003).

Esa transferencia de poder de cuerpos democráticamente elegidos a élites tecnócratas autoritarias implica también una limitación a la democracia en dos sentidos: deja un área clave de política en manos de un cuerpo no elegido, y le quita al Ejecutivo unas herramientas que, en ocasiones, son necesarias para cumplir los programas por los que fue escogido.

Las contrarréplicas a estos ataques se basan en la idea de que es la reputación, más que sus propios intereses, el incentivo que guía las decisiones de los miembros de la autoridad monetaria hacia la búsqueda del objetivo de la institución<sup>13</sup>. Ahora bien, si la definición de tal objetivo y la autoprivación del poder por parte de los políticos a favor de los directores del banco central es producto de un proceso político, la acusación del déficit de democracia pierde peso.

La literatura sobre el tema compara el caso con el de Ulises y las sirenas. Los políticos, sabiéndose incapaces de resistir la tentación de lograr sus objetivos a costa de la estabilidad de precios, renuncian voluntariamente a su futura libertad

---

13 Se conoce a esta conducta como el efecto Becket. TOMÁS BECKET, canciller de ENRIQUE II, es nombrado por éste arzobispo de Canterbury buscando suavizar la posición crítica de la iglesia de Inglaterra. Pero una vez posesionado, BECKET defiende decididamente la posición de esa iglesia, cuyos intereses ahora representa (ISSING, 1993, 275).

de acción y delegan el diseño de la política monetaria en una autoridad independiente.

En J. URRUTIA (1998, p. 101) se utilizan categorías freudianas y las acuñadas por AMARTYA SEN para presentar el fenómeno como un juego estratégico en el cual el superego del gobierno, detentador de sus metapreferencias (preferencias de segundo nivel) vence al ego, dueño de las preferencias de primer nivel. Esta renuncia a sus preferencias más inmediatas (reducción del desempleo, reactivación económica, utilización del impuesto inflacionario para financiarse) por parte del Gobierno sólo puede ser entendida dentro de una noción ampliada de racionalidad que abarca conductas no egoístas.

## **D. La economía institucional y la independencia del banco central**

### *1. Dos enfoques*

La economía institucional no sólo ha proporcionado los elementos teóricos para la discusión de la independencia del banco central sino para el debate sobre el diseño mismo de la institución encargada de la política monetaria.

Dos son los enfoques propuestos. El del banquero conservador (ROGOFF) y el del principal-agente (WALSH). En el primero, el éxito en la lucha antiinflacionista se logra otorgándole independencia, de instrumentos y de objetivos, a una persona o una institución que le da más peso a las desviaciones de la inflación que el que le otorga la sociedad. El enfoque del principal-agente propone un contrato entre el Gobierno, como representante de la sociedad, y el banco central, en virtud del cual se imponen costos al banquero central si la inflación se desvía del nivel previamente fijado como óptimo. Estos costos pueden ser pecuniarios o quizás laborales, como la pérdida del cargo o simplemente la pérdida de reputación.

## 2. *Condiciones para un contrato óptimo*

Parece haber acuerdo en que los contratos óptimos deben cumplir dos condiciones: a) Dotar al banco central de independencia de instrumentos pero no de objetivos; y b) Hacerlo responsable de los resultados de su política<sup>14</sup>.

La primera de estas condiciones reconoce la importancia de que sea un proceso político el que defina los lineamientos generales de la política monetaria. La necesidad de responder por sus acciones se convierte en un incentivo para que el Banco cumpla con sus objetivos y permite hacer un control democrático de sus decisiones.

Pero hay otros factores no estipulables en un contrato, que son necesarios para que este arreglo institucional sea exitoso. La transparencia y la reputación están entre ellos.

### a. *Transparencia*

La transparencia implica información adecuada y lenguaje adecuado. Comunicar al público el proceso por el cual se definen las metas monetarias y cambiarias, los factores que en un momento determinado impiden su cumplimiento, las restricciones de la política monetaria, etc. es una condición básica para lograr su reconocimiento.

A la vez que busca ese reconocimiento, el banco central debe propiciar la discusión de sus acciones. Por eso debe ser multilingüe: usar un lenguaje sencillo para el público no especialista y uno técnico para posibilitar un diálogo con la comunidad académica o los grupos empresariales.

Otros interlocutores importantes son los organismos internacionales. Ese contacto requiere un equipo humano familiarizado con los esquemas analíticos y verbales propios

---

14 En sintonía con la fórmula "Independiente pero responsable" que ha hecho carrera como síntesis de lo deseable en materia de banca central.

de la burocracia financiera internacional. El esfuerzo que los bancos centrales hacen para formar profesionales en los centros académicos valorados y respetados por entes como el FMI, el BID y el Banco Mundial, encuentra en la posibilidad de ese diálogo una de sus justificaciones.

En este punto el Banco necesita hacer un balance entre la transparencia necesaria para lograr reconocimiento y compromiso de parte del público, y la confidencialidad que debe rodear ciertos procesos de decisión, a fin de evitar turbulencias innecesarias.

## b. Reputación

Las ganancias de reputación, y por lo tanto de credibilidad, se han asociado al cumplimiento de las metas y a la percepción del público respecto al grado de compromiso del Banco con sus objetivos (disciplina).

Sin embargo, existe alguna literatura que pone en duda la secuencia “mayor disciplina, mayor credibilidad”. Cuando el cumplimiento de las metas exige una disciplina tan estricta que la actividad económica se resiente en forma considerable, puede generarse entre el público la expectativa de que tal política restrictiva se revertirá, ante las presiones del sector público y del privado<sup>15</sup>.

El compromiso o disciplina del Banco está asociado, en alguna literatura, al repudio al activismo monetario (CUKIERMAN, 1996, pp. 32 y 49). Se considera que la estabilidad del producto debe estar a cargo de la política fiscal, la cual posee instrumentos para una acción más diferenciada y concentrada.

---

15 Los costos en términos de empleo y producción de una política restrictiva, mientras dura el proceso de construcción de reputación, son una fuente de fragilidad de los bancos centrales independientes. Otras causas de esa fragilidad están asociadas a la introducción de esa institución en una sociedad, sin consideración alguna de las costumbres y cultura del país, así como la posibilidad de derogación de la delegación de poderes desde el Legislativo y el Ejecutivo.

Pero otros autores consideran que la disyuntiva flexibilidad-compromiso es una falacia, y que un banco central con un conocimiento adecuado del funcionamiento de la economía y de la naturaleza de los *shocks* puede realizar una política contracíclica sin sesgo inflacionista. El criterio básico para definir a un banco central como disciplinado sería, más bien, su renuencia a explotar la posibilidad de sorpresas inflacionarias (McCALLUM, 1995, p. 209).

## E. Independencia

El alcance del concepto de “independencia” referido a un banco central, lo mismo que el grado de independencia socialmente óptimo, ha sido otro tema de debate.

¿Independencia de quién? LIONEL JOSPIN, primer ministro francés, con motivo de las celebraciones del Banco de Francia, resumía el pensamiento sobre el tema con esta respuesta:

La independencia de los bancos centrales va más allá de su independencia de los poderes políticos, ejecutivos o legislativos. Para mí también implica independencia de los poderes privados y colectivos, autonomía con relación a las consideraciones de corto plazo que frecuentemente tratan de imponer los mercados, y autonomía con relación a la política monetaria de otros bancos centrales [...] Pero independencia no significa la soledad de los bancos centrales [...] Independencia también quiere decir diálogo con los protagonistas políticos y económicos.

Como se mencionó antes, esta independencia, que es vista por algunos autores como lo ideal, es mirada con recelo por otros, que ven en ella el peligro de una “burocracia incontrolada”, de una “tecnocracia absolutista”.

La otra pregunta inevitable respecto a este tema es la siguiente: ¿puede un banco central ser demasiado independiente? La respuesta según STANLEY FISHER es “sí”:

Los modelos analíticos básicos de banca central muestran que un banquero central puede ser demasiado averso a la inflación, y demasiado insensible a las posibilidades de estabilizar el producto [La obligación de rendir cuentas y la coordinación son esenciales para lograr una política monetaria] que esté a la vez protegida de presiones políticas inapropiadas y sensible a las necesidades reales del público (1995, p. 205).

En pocos temas la economía institucional muestra mayor potencialidad que en el de la banca central. El tema de la independencia del banco central está en línea con un enfoque marcadamente institucional de la política monetaria, que ha permitido un mejor conocimiento de las restricciones que ella enfrenta y ha aportado valiosos elementos para mejorar su eficacia.

El banco central independiente con un claro objetivo antiinflacionista aparece como la respuesta de la economía institucional al problema de credibilidad que enfrentan los hacedores discrecionales de política.

Este nuevo enfoque, que implica desplazar la atención de la elección de políticas a la elección de instituciones, ha significado cambios muy importantes en la teoría de la política monetaria. Los nuevos modelos incorporan las instituciones como variables endógenas y, en marcos teóricos tan importantes como el relativo a la inflación, hay un cambio de óptica que le asigna a la credibilidad de las instituciones un papel fundamental en la determinación de la tasa de inflación de equilibrio.





## CAPÍTULO SEGUNDO

### ANTECEDENTES DEL ACTUAL BANCO DE LA REPÚBLICA

#### I. LA ÉPOCA ANTERIOR A 1923

La primera institución con características de banca central fue creada en Colombia en 1923, aunque la soberanía monetaria del Estado había sido consagrada constitucionalmente desde 1886.

Desde 1870<sup>1</sup> existían bancos comerciales y se había generalizado el uso del billete como medio de pago. Los bancos podían emitir sus propios billetes y gozaban de una regulación gubernamental muy laxa. Sin embargo, “Es necesario resaltar que mientras operó la banca libre en Colombia hubo estabilidad tanto bancaria como monetaria” (MEISEL, 2001, p. 5).

La creación del Banco Nacional en 1880 y la expedición de la Constitución de 1886 deterioraron el entorno en el cual se movía la banca comercial:

La era de la banca libre en Colombia llegó a su fin en 1886. Ello ocurrió no por el mal funcionamiento de la banca libre sino, todo lo contrario, por el mal manejo que hizo el banco

---

1 La desamortización de los bienes de manos muertas y la Constitución de 1863, con su defensa de la iniciativa privada, fueron factores determinantes para la aparición de los bancos comerciales. A ellos debe agregarse la bonanza exportadora de la década de 1870 (MEISEL, 2001, p. 3.)

estatal, el Banco Nacional, de sus propios billetes (MEISEL, 2001, p. 6).

Durante el resto del siglo XIX y en las dos primeras décadas del siglo XX las perspectivas para las entidades bancarias fueron poco halagüeñas

... por el desorden económico existente<sup>2</sup>: se emitía dinero sin control y las reservas de los bancos estaban dispersas, Además se carecía de un sistema formal de garantías y respaldo gubernamental para los bancos (Banco de la República, 2004).

Antes de 1923 hubo dos intentos de ordenamiento de la emisión: a través de la creación del Banco Nacional en 1880 y del Banco Central de Colombia en 1905.

El Banco Nacional, creado durante el gobierno de RAFAEL NÚÑEZ, época conocida como “La Regeneración”, fue pensado como un ente de capital mixto (oficial y privado), emisor de billetes convertibles en moneda metálica y banquero del Gobierno.

El Banco Nacional fue más un financiador del Gobierno y un competidor del sector financiero privado, que el eje de éste y su prestamista de última instancia, como correspondería a un banco central.

La renuencia del sector privado a participar en el proyecto le dio, por obligación, una naturaleza oficial. Este hecho, aunado a disposiciones posteriores según las cuales se le concedía al Banco Nacional el monopolio de la emisión que antes compartía con los bancos privados, y se le otorgaba a su billete el carácter de moneda legal de curso forzoso, terminó poniendo en manos del Estado el monopolio de la emisión monetaria.

---

2 Factores internos, como las guerras civiles de la segunda mitad del siglo XIX, y externos, como la Primera Guerra Mundial, explican, en buena parte, ese desorden.

Por otra parte, la suspensión de la convertibilidad de los billetes del Banco Nacional abrió la puerta para las emisiones manifiestamente ilegales que fueron objeto de agitados debates en el Congreso, y que concluyeron con la ley que ordenó la liquidación del Banco en 1894.

El Banco Central de Colombia, creado durante el gobierno del general RAFAEL REYES, tuvo una vida efímera. Nacido en 1905, se le suspendió el privilegio de emisión en 1909 y siguió actuando como banco privado hasta su liquidación (Banco de la República, 2004a).

En la época comprendida entre la desaparición del Banco Nacional en 1896<sup>3</sup> y la creación del Banco de la República en 1923, el país padeció problemas monetarios originados unas veces en excesos y otras en insuficiencia de medio circulante.

La Guerra de los Mil Días (1899-1902) produjo, como es típico en las guerras, un desborde monetario de grandes proporciones.

Los medios de pago se incrementaron casi 21 veces. El resultado, como era de esperarse, fue una alza vertiginosa en el nivel de precios que elevó la tasa de inflación a más del 100% anual, en promedio, entre 1900 y 1903, con una cifra récord del 389% en 1901 (HERNÁNDEZ, 2001, p. 10).

A su turno, la crisis vivida en 1922 y 1923 estuvo asociada a la escasez de circulante.

Todas las reformas propuestas para lograr un sistema monetario sólido y una autoridad que fuera el centro del mismo respetaban el esquema de patrón oro.

---

3 Aunque su liquidación fue ordenada en 1894, sólo desapareció en 1896, debido a la guerra de 1895, una de las tantas que vivió el país en la segunda mitad del siglo XIX.

## A. La creación del Banco de la República en 1923 y su reforma en 1951

El auténtico antecesor del Banco de la República de hoy es el creado en 1923, siguiendo las recomendaciones de la Misión Kemmerer<sup>4</sup>. Este grupo de expertos, encabezado por EDWIN KEMMERER, profesor de la Universidad de Princeton<sup>5</sup>, fue contratado por el presidente PEDRO NEL OSPINA para asesorar al Gobierno en una reestructuración de las finanzas públicas y del sistema financiero.

Al banco creado en 1923 con el nombre de Banco de la República, que hoy conserva, se le concedió la exclusividad para emisión de la moneda legal colombiana y la facultad para ejercer las funciones de regulación y control monetario, sujeto a los ortodoxos lineamientos financieros consagrados en la Ley 25 de 1923.

Establecido como Banco de emisión, giro, depósito y descuento, y como Banco de bancos de quienes recibe depósitos y a quienes hace préstamos y descuentos, el Banco de la República es, en sentido estricto, el primer y único banco central que ha existido en Colombia (HERNÁNDEZ, 2001, p. 11).

La crisis de 1930, que llegó a Colombia a través del desplome de los precios del café y de la suspensión del crédito externo, forzó el rompimiento con la ortodoxia monetaria y cambiaria, y le dio al Banco de la República un papel mucho más activo. El abandono del patrón oro y el establecimiento del control de cambios permitió al Banco hacer un uso más discrecional de sus atribuciones monetarias, y

---

4 Las cuales estuvieron muy cerca de la legislación ya existente en Colombia. Pero siguiendo la tradición, la mayor credibilidad se logró con la venia de la misión extranjera.

5 KEMMERER, llamado el médico de la moneda, había asesorado ya a varios gobiernos en materias monetarias y de finanzas públicas.

adquirir otras relacionadas con su nuevo rol de comprador y vendedor único de divisas y con su función de conceder las autorizaciones de pagos al exterior.

La reforma plasmada en el Decreto 756 de 1951 recogió las recomendaciones de la Misión Grove<sup>6</sup>, que a su vez reflejaban las nuevas tendencias del pensamiento económico sobre la necesidad de la intervención del estado en la economía y sobre la importancia de un banco central con claras políticas anticíclicas y de fomento.

Las nuevas atribuciones que le habían sido concedidas al Banco en la década de los años 1940, como la de fijar y variar el encaje legal y la de modificar los cupos de préstamo, descuento y redescuento, fueron ampliadas y reforzadas, dentro de un enfoque en el cual el banco central debía influir en el nivel y dirección de la actividad económica. El redescuento de préstamos de fomento a tasas subsidiadas fue el instrumento más utilizado para apoyar el modelo de crecimiento, basado en el impulso a sectores líderes a través del crédito dirigido. La fijación de tales cupos, de la tasa de interés que el Banco cobraría en esa operación y de la tasa máxima de interés que los bancos comerciales podían cobrar, eran atribuciones del Banco de la República<sup>7</sup>.

El Banco tenía ahora a su cargo no sólo el diseño de la política monetaria y cambiaria sino también la crediticia, en un momento en el cual la noción de crédito productivo formaba parte fundamental del modelo de desarrollo.

---

6 Misión de expertos de la Reserva Federal de Nueva York dirigida por GERALD ALTER y RICHARD GROVE.

7 El auge de este esquema se vivió en Colombia en las décadas de los 1960 y los 1970 con la creación de los llamados *fondos financieros*, administrados por el Banco de la República, con cuyos recursos se realizaban las operaciones de redescuento con los bancos comerciales. El Fondo Financiero Agropecuario, el Fondo de Promoción de Exportaciones, el Fondo de Ahorro y Vivienda, el Fondo de Inversiones Privadas, el Fondo Financiero Industrial, el Fondo de Desarrollo Urbano y el Fondo de Desarrollo Eléctrico fueron algunos de los más importantes.

De la teoría del redescuento de KEMMERER, según la cual el Banco de la República le prestaba recursos monetarios a los bancos a condición de que quisieran pagar su costo, se pasó a la teoría de otorgarles crédito sólo a condición de que quisieran dirigir recursos a determinados sectores (HERNÁNDEZ, 2001, p. 13).

Este giro hacia un banco que buscaba más el fomento que la estabilidad de precios fue visto por algunos como una adaptación de la naturaleza y funciones del banco central al nuevo enfoque keynesiano, pero para otros fue el triunfo “de intereses corporativos en la captura de las rentas derivadas del señoreaje del banco de emisión” (KALMANOVITZ, 2003, p. 244).

## **B. División del sistema de banca central**

Desde sus inicios el sector privado tuvo asiento en la Junta Directiva del Banco de la República. La junta inicial de 10 miembros, 3 del gobierno y 7 de los bancos privados nacionales y extranjeros<sup>8</sup>, se fue transformando para darle más cabida a los gremios y al Gobierno<sup>9</sup>.

La presencia de representantes de intereses privados en una institución que a la sazón tenía tantas y tan delicadas funciones, y a la cual se había encomendado el diseño de una parte fundamental de la política económica, llevó a la decisión de hacer una división del sistema de banca central.

---

8 El Gobierno aportó el 50% del capital (5 millones de pesos) y los bancos privados el otro 50%. El pago de 25 millones de dólares que Estados Unidos hizo a Colombia en 1922, como indemnización por la separación de Panamá, ofreció los recursos indispensables para este aporte del Gobierno y le dio viabilidad financiera al proyecto.

9 La disminución de la participación del sector bancario a favor de la representación de agricultores y comerciantes fue producto de la presión de estos dos últimos grupos, que consideraban que los banqueros actuaban buscando sólo sus intereses, los cuales, con frecuencia, eran contrarios a los intereses agrícolas y comerciales.

El diseño de la política monetaria, cambiaria y crediticia quedó a cargo de la Junta Monetaria, ente de carácter totalmente oficial, mientras el Banco de la República sería el ejecutor de tales políticas. Éste conservaba su posición de centro del sistema financiero, en su calidad de emisor exclusivo de la moneda nacional, administrador de las reservas internacionales, prestamista de última instancia del sistema bancario, banquero del Gobierno y su agente fiscal.

La nueva autoridad monetaria era totalmente independiente del sector privado pero totalmente dependiente del Ejecutivo. La conformaban los ministros de Hacienda, Agricultura y Fomento (hoy, Comercio, Industria y Turismo), el director del Departamento Nacional de Planeación y el gerente del Banco de la República<sup>10</sup>. Con voz pero sin voto participaban el secretario económico de la Presidencia, el superintendente bancario y dos asesores de carácter técnico.

Este esquema institucional estuvo vigente hasta la entrada en vigencia de la Constitución de 1991. Aunque la reforma de 1973 (Ley 7.<sup>a</sup>) nacionalizó el capital del Banco y lo convirtió en una entidad de derecho público, mantuvo la presencia de intereses particulares en su Junta Directiva<sup>11</sup>. Así, los argumentos que habían respaldado la separación de la organización monetaria, entre la Junta Monetaria como diseñadora de la política y el Banco de la República como ejecutor, siguieron vigentes.

La búsqueda de un ordenamiento monetario y la evolución de esa institucionalidad durante algo más de un siglo, han dejado en Colombia varias lecciones.

---

10 A partir de 1970, también el director del Incomex (Instituto de Comercio Exterior).

11 La Junta Directiva del Banco estaba compuesta por diez miembros: el ministro de Hacienda y Crédito Público, dos directores designados por el Gobierno Nacional, y siete directores que representaban intereses de grupos específicos, a saber: un representante de los consumidores, uno de los sectores de la producción y distribución, uno de los exportadores, uno de los cafeteros y tres de los banqueros.

## *1. El Gobierno no debe tener el control de la emisión monetaria*

La utilización que los gobiernos de la Regeneración hicieron del Banco Nacional para financiar la Guerra de los Mil Días, sembró en la sociedad colombiana una profunda desconfianza hacia el Gobierno como administrador de la emisión monetaria.

Esa aversión fue percibida cabalmente por KEMMERER<sup>12</sup>, quien, en el informe que sirvió de base a la ley orgánica del Banco de la República (Ley 25 de 1923), afirmaba:

La Misión, en numerosas conferencias con banqueros, hombres de negocios, empleados del gobierno y otras personas, con referencia al Banco de la República, ha encontrado que el temor más general y acentuado respecto al éxito del Banco consiste en que éste pueda quedar bajo la indebida influencia del gobierno y ser llevado al fracaso por obra de la política, temor que parece justificado ampliamente por la historia bancaria de Colombia (citado en HERNÁNDEZ, 2001, p. 210).

El hecho de que en la primera Junta Directiva del Banco de la República, los tres miembros que tenía el Gobierno, tuvieran voz pero no voto (AVELLA, 1987, p. 145) reflejaba hasta qué punto el Legislativo consideraba legítimos los temores de la Misión Kemmerer.

Esta preocupación por la independencia del Banco respecto al Gobierno aparece claramente disminuida en la reforma de 1951 (Dcto. 756). Ahora, el diseño de las políticas monetarias, cambiarias y crediticias estará encaminado “a estimular condiciones propicias al desarrollo ordenado de la economía colombiana” (Dcto. 756 de 1951, art. 1.º).

---

12 EDWIN KEMMERER lideró la misión que a comienzos de los años 1920 asesoró al gobierno colombiano en la reestructuración de la institucionalidad fiscal y monetaria.



Así, el Banco que sale de la reforma de 1951 pone sus decisiones al servicio de la política de fomento, claramente del resorte del Ejecutivo. Pero, además, le da a éste

...una representación decisiva en la Junta, ya que sin el voto del ministro de Hacienda el Banco no podía tomar ninguna medida de importancia" (ÓSCAR ALVIAR en ORTEGA GÓMEZ y SANCLEMENTE, 1976, p. 372).

Pero con la creación de la Junta Monetaria (Ley 21 de 1963) el Gobierno asume totalmente el manejo de la política monetaria y, por lo tanto, el control de la emisión. En efecto, cuatro de sus cinco miembros eran funcionarios del Ejecutivo. El gerente del Banco ocupaba el escaño restante.

Si bien es cierto que el control que el Ejecutivo ejercía sobre la Junta Monetaria no llevó nunca a situaciones de descontrol monetario como las vividas a principios de siglo, sí fue claro que en la medida en que el Gobierno tomaba las riendas de la emisión monetaria, el control de la inflación quedaba relegado en la escala de los objetivos de política.

## *2. El endeudamiento del Gobierno con el Banco de la República debe estar sometido a restricciones fuertes*

Desde sus inicios, el Banco de la República tenía limitada su capacidad de financiar al Ejecutivo. Los préstamos al Gobierno y las inversiones del Banco en documentos de deuda pública no podían exceder el 30% de su capital. El acceso a préstamos extraordinarios requería aprobación del Congreso.

El cuidadoso manejo en este campo se evidencia en el hecho de que

... a lo largo de seis décadas (1930-1990), el Gobierno Nacional sólo acudió en dos ocasiones, y de manera transitoria, a endeudamientos extraordinarios en el Banco de la República, a

saber: durante la gran depresión y durante la crisis financiera y fiscal de la primera mitad de los 80. Tales episodios fueron seguidos por drásticas reformas fiscales (KALMANOVITZ, 2003, p. 283).

Hay que señalar, sin embargo, que el Gobierno utilizó ciertos mecanismos de financiación indirecta que, según ALFONSO PALACIO RUDAS, destacado hacendista de la época, constituían

... solapados procedimientos emisionistas [y métodos que permitían] que la emisión prohibida por el Congreso en vez de realizarse por la puerta delantera, se consuma por la puerta de atrás (AVELLA, 2000, pp. 93 y 97).

Tal fue el caso de el Fondo de Servicio de la Deuda Externa (FODEX), los Títulos de Ahorro Nacional (TAN) y la Cuenta Especial de Cambios (CEC).

El FODEX, creado en 1973, tenía por objeto asegurar el pago de la deuda externa. El fondo era administrado por el Banco de la República y el crédito de éste al Gobierno aparecía, desde su constitución, como una de las posibles fuentes de recursos.

Los TAN, creados en 1983, eran títulos que el Gobierno presentó como un mecanismo transitorio de financiación y cuyo pago estaba garantizado por el Banco de la República.

Al observar una apropiación muy baja para el servicio de los TAN, PALACIO<sup>13</sup> se plantea el interrogante de si la garantía mencionada está siendo utilizada como una fuente adicional de crédito al gobierno (AVELLA, 2000, p. 96).

La CEC tuvo su antecedente en una cuenta especial creada en los años 1930, a la cual debían ser llevadas las utilidades

---

13 ALFONSO PALACIO RUDAS, como ya se mencionó, fue uno de los hacendistas más brillantes y de los analistas económicos más lúcidos de la segunda mitad del siglo XX en Colombia.

obtenidas por el Banco de la República en la compra-venta de oro y divisas. Según la Ley 7 de 1935, que dio vida a esta cuenta, las utilidades de la misma pertenecían al Estado.

El Decreto-ley 444 de 1967, que fue la expresión de una importante reforma cambiaria, establecía que las utilidades de la CEC serían un ingreso corriente del Gobierno y que el simple reavalúo de las reservas internacionales constituía un recurso que el Gobierno debía utilizar para pagar sus deudas con el Emisor.

En 1983, con el argumento de que el manejo indicado por el 444 respecto a la CEC traía serios problemas monetarios y fiscales, se delegó en la Junta Monetaria la decisión sobre la distribución de las utilidades anuales de la mencionada cuenta entre un fondo de estabilización cambiaria y otro de inversiones públicas<sup>14</sup>. Las utilidades de la CEC ya no constituían ingresos corrientes del Gobierno, pero parte de ellas se trasladaba a un fondo (el de inversiones públicas) que podía hacerle préstamos a la Nación.

La última modificación (Dcto. 2786 de 1989), antes de su liquidación en 1993, incluía –además de los dos fondos mencionados– al Gobierno Nacional como receptor de parte de las utilidades de la cuenta, en forma de recursos de capital<sup>15</sup>.

Para algunos, sin embargo, la financiación obtenida por el gobierno a través de la CEC era vista como la “utilización de un recurso fiscal cuantioso y poco recomendable” (OLIVER LUIS BERNAL, en STEINER, 1995, p. 220).

---

14 Al Fondo de Inversiones Públicas podría ir, como máximo, el 75% de las utilidades.

15 A través de sucesivas reformas se introdujeron y se eliminaron diferentes ítems constitutivos de ingresos y gastos de la CEC. En el momento de su liquidación, el resultado de la cuenta en mención era el producto de los ingresos generados en la compra-venta de divisas, el manejo de las reservas internacionales, deducidos los pagos de intereses sobre los títulos emitidos por el Banco central.

### *3. El banco central no debe cumplir labores de fomento*

La figura de los fondos financieros, utilizada desde los años 1960 para ofrecer crédito abundante y subsidiado a ciertos sectores económicos, había recibido críticas de diversa índole.

El hecho de acudir al expediente de las inversiones obligatorias del sector financiero, para obtener parte de los recursos que nutrían los fondos, era mirado como una traba a la profundización financiera.

Por otra parte, la facilidad para obtener recursos de largo plazo a tasas preferenciales desestimulaba el desarrollo del mercado de capitales y propiciaba la asignación ineficiente de tales recursos.

Además, en la medida que la emisión monetaria estaba contemplada como una de las fuentes de recursos de los fondos financieros<sup>16</sup> se les acusaba de ofrecer una justificación a la laxitud monetaria, so pretexto de estimular el desarrollo.

Estos reparos a la utilización de la política monetaria como herramienta de fomento tuvieron un eco mucho mayor a medida que la discusión económica daba una aceptación creciente al enfoque según el cual el libre funcionamiento de los mercados, el control de la inflación y la profundización financiera eran presupuestos básicos para lograr el desarrollo económico.

Consciente de estos problemas, a finales de la década de los 1980, la Junta Monetaria suprimió la posibilidad de emisión para financiar los fondos financieros del Banco de la República y redujo sustancialmente el financiamiento al Gobierno.

Estas lecciones estuvieron muy presentes en la mente de los constituyentes del 91, cuando diseñaron la autoridad monetaria que hoy nos rige.

---

16 Las otras fuentes eran el crédito externo y las inversiones forzosas que debía suscribir el sistema financiero.

### **C. El Banco actual**

El Banco de la República es hoy la autoridad monetaria cambiaria y crediticia de Colombia. Es una persona jurídica de derecho público, de rango constitucional y de naturaleza única, con autonomía administrativa, patrimonial y técnica.

Esa independencia le permite

[por una parte] abstenerse de atender los requerimientos financieros de sectores específicos, particularmente del oficial, y por otra, utilizar los instrumentos que le corresponden sin necesidad de autorizaciones previas de otras instancias del estado (VALENCIA, 1998, p. 21).

El Banco tiene el mandato constitucional de controlar la inflación, dentro un marco de coordinación con la política económica. En caso de conflicto de intereses entre Banco y Gobierno, tendrá prelación la búsqueda de la estabilidad de precios. Al Banco le está vedado establecer cupos de crédito u otorgar garantías a particulares, y el financiamiento directo al Gobierno requiere del voto unánime de la Junta.

Obviamente, el Banco conserva todas las funciones propias de un banco central: tiene el monopolio de la emisión de moneda legal, es banquero de los bancos, prestamista de última instancia, administrador de las reservas internacionales y agente fiscal del gobierno.

### **D. Inspección, vigilancia y control**

La Junta Directiva del Banco en su calidad de autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, y el Banco, en su carácter de primera entidad financiera, están sujetos a diversos controles.

Los actos de la Junta, en la medida que son expedidos por una autoridad nacional, están sometidos al control de legalidad por parte del Consejo de Estado. Las funciones

de inspección, vigilancia y control<sup>17</sup> sobre el Banco corresponden al Presidente, quien delega las dos primeras en la Superintendencia Bancaria<sup>18</sup>, y la última, en un auditor nombrado por él.

El manejo que haga el Banco de los bienes o fondos de la Nación está sujeto al control de la Contraloría General de la República. Aunque la Ley 42 de 1993 le concedió a la Contraloría el derecho a ejercer control sobre el Banco, la Corte Constitucional restringió tal atribución y la circunscribió sólo a su gestión fiscal (sentencia 529, 11 de noviembre de 1993).

Además de los controles mencionados, la Procuraduría ejerce las facultades que le atribuye la Constitución sobre los miembros de la Junta Directiva, en su calidad de funcionarios públicos<sup>19</sup>.

El control político ejercido por el Congreso, como mandato constitucional, tiene que ver con la actuación de la Junta en su doble condición de autoridad monetaria, cambiaria

---

17 Las funciones de inspección y vigilancia se refieren a la “competencia para vigilar la observancia de la Constitución, las leyes y los reglamentos a que están obligados los funcionarios y trabajadores del Banco, llevar a cabo las investigaciones administrativas a que haya lugar y aplicar el régimen disciplinario correspondiente”. Por su parte, las funciones de control hacen alusión a la tarea de “certificar los estados financieros, cumplir las demás funciones que señale el Código de Comercio para el revisor fiscal y ejercer el control de gestión y resultados de la entidad” (CARLOS OSSA y JORGE IBÁÑEZ, en STEINER, 1995, 140 y 141).

18 La Superintendencia Bancaria ejerce la inspección y vigilancia de los procedimientos del Banco en su calidad de ejecutor de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia, esto es, de sus operaciones típicamente bancarias, las cuales están sujetas a las reglas del derecho privado, a diferencia de las actuaciones de la Junta, las cuales se consideran actos administrativos y están, por lo tanto, sujetas al control jurisdiccional.

19 Entre otras, la Procuraduría tiene la facultad de desvincular del cargo a los funcionarios públicos que infrinjan la Constitución o la ley, obtengan beneficios económicos indebidos en el ejercicio de su cargo, obren con negligencia en la sanción de las faltas disciplinarias de los empleados a su cargo, interfieran en las investigaciones de la Procuraduría o de otras entidades de control, o no denuncien los hechos punibles de los que tengan conocimiento en razón del ejercicio de su cargo (artículo 278 de la Constitución Nacional).

y crediticia, y de órgano directivo de la primera entidad financiera del país.

En efecto, el informe que debe presentar la Junta al Congreso dentro de los diez primeros días de cada período de sesiones ordinarias debe referirse a las directrices generales, objetivos, metas y evaluación de resultados de las políticas diseñadas por la Junta. Debe hacer referencia, así mismo, a la gestión del Banco en su calidad de ente bancario; esto es, a su situación financiera y a la administración de las reservas internacionales. La presentación del informe está a cargo del gerente, en su doble condición de miembro de la Junta y primera autoridad del Banco.

Con el objeto de hacer más efectivo este control político, la Ley 31 de 1992, en un párrafo sugerido por el mismo Congreso, encomienda a las comisiones terceras de Senado y Cámara la tarea de debatir y evaluar los informes presentados por el Banco y entregar sus conclusiones a las plenarios respectivas. El estricto control a que está sometido el banco central colombiano contrasta con la situación anterior a la Constitución del 91.

Desde su nacimiento con la Ley 25 de 1923, el Banco ha estado sujeto a la inspección y vigilancia del Gobierno por conducto de la Superintendencia Bancaria, pero ni la Contraloría<sup>20</sup> ni la Procuraduría ejercían sus funciones sobre él.

El papel de ejecutor de la política de fomento, asumido por el Banco a partir de los años 1960, le abrió el campo para el uso de una discrecionalidad, que, según algunos analistas, permitía a la burocracia del Banco cultivar una clientela política y económica (HOMMES, 1988).

---

20 Este hecho es sorprendente si se tiene en cuenta que el Banco administraba la Cuenta Especial de Cambios, de cuyos ingresos hacían parte los impuestos *ad valorem* a las exportaciones de café y a las remesas. El manejo de esos ingresos de carácter fiscal y la administración de los subsidios al crédito ameritaban de sobra el control de la Contraloría General de la República.

La posibilidad de cultivar tal clientela estaba asociada a la importante cantidad de recursos que el Banco manejaba en su calidad de administrador de los fondos financieros y de

... líneas especiales de crédito para los bancos y otros organismos oficiales o privados que promovieran actividades de conveniencia para el país, como Icetex, Financiacoop, Fondos ganaderos, el Fondo Nacional del Café y la Caja Agraria (CAÑOLA, 1987, pp. 283 y 284).

Además, el Banco podía disponer, sin intervención del Gobierno, de las utilidades diferentes a las provenientes de la Cuenta Especial de Cambios.

A finales de los años 1980, cuando empezó a ventilarse la idea de una reforma del Banco de la República, se levantaron algunas voces pidiendo que se aprovechara la ocasión para establecer mecanismos de control sobre las actividades del Banco, pues, en su concepto:

En la actualidad, en Colombia, no existe ese control (HOMMES, 1988, p. 29).

Su ausencia

... alentó el recurso a las prácticas perturbadoras y deformantes del manejo económico y disparó los abusos y manipuleos administrativos (PALACIO RUDAS, en STEINER, 1995, p. 154).

Se defendía la necesidad de una auditoría externa y el establecimiento

... por ley, de un proceso formal de aprobación del presupuesto del Banco, y no solamente un procedimiento voluntario y cortés como el que opera en la actualidad (HOMMES, 1988, p. 29).

Pero mientras algunos críticos veían como exagerada la capacidad discrecional del Banco en el manejo de los recursos, éste la consideraba insuficiente. En 1988, el Banco preparó un proyecto de ley que buscaba la autonomía de



... la autoridad monetaria para colocar los excesos de liquidez de los fondos de fomento [y] eliminar la intervención del gobierno en la administración del Fondo Financiero Agropecuario, único fondo financiero para el cual existe un comité administrador ajeno a la burocracia del Banco (HOMMES, 1988, p. 27).

En las discusiones de la Asamblea Nacional Constituyente sobre la reforma de la banca central, la administración del Banco

... defendía el concepto de que como institución *sui generis* [el Banco] no debería estar sujeto al control fiscal de la Contraloría General de la República, ni a la vigilancia y supervisión de la Superintendencia Bancaria. Adicionalmente pretendía que la Procuraduría no tuviera jurisdicción sobre los empleados del Banco (RUDOLF HOMMES, en STEINER, 1995, pp. 39 y 40).

Como ya se vio, el texto aprobado por la Asamblea Nacional Constituyente prevé, para el Banco Central, controles que

... garantizan que esa novísima organización no quede cubierta con un manto de silencio y oscuridad y se torne en parcela tecnocrática oculta y aislada del estado (CARLOS OSSA y J. E. IBÁÑEZ, en STEINER, 1995, p. 140).

Es claro entonces que el Banco que emergió de la Constitución del 91 y de la Ley 31 de 1992, significó el paso de un banco dependiente del Ejecutivo a uno autónomo, pero también el tránsito de una institución con controles mínimos a una debidamente supervisada, vigilada y controlada.

## **E. La Junta del Banco**

La Junta Directiva del Banco está conformada por siete miembros: el ministro de Hacienda, que la preside; el gerente, que es nombrado por la Junta; y cinco codirectores

cuyo nombramiento tiene origen presidencial, pero cada presidente sólo puede cambiar dos codirectores.

La ley exige que los miembros de la Junta sean colombianos y que se hayan desempeñado en forma sobresaliente en cargos públicos o privados, como profesionales independientes o como docentes universitarios

... en materias relacionadas con la economía general, el comercio internacional, la moneda, la banca, las finanzas públicas o privadas o el derecho económico (Ley 31 de 1992).

La ley establece algunas restricciones para acceder a la Junta del Banco, y algunas inhabilidades una vez que se sale de ella: no pueden ser nombrados quienes en el año anterior hayan actuado como representantes legales de instituciones financieras, o quienes tengan parientes cercanos en las juntas directivas de los establecimientos de crédito; en el año siguiente a su salida de la Junta, no podrán ejercer ningún cargo en el sector financiero ni en el gobierno.

## **F. Las transformaciones del Banco<sup>21</sup>**

En esta nueva etapa, el Banco de la República, en su calidad de primera entidad financiera del país, ha tenido notables transformaciones, unas nacidas del nuevo rol que le asignó la Constitución del 91, y otras producto de una brillante gestión administrativa<sup>22</sup>.

La actividad crediticia del Banco se ha estrechado dramáticamente. En la medida que la actividad de fomento ha

---

21 Es importante tener presente la diferencia entre el Banco de la República y su Junta Directiva. El Banco es la primera entidad financiera del país y en esa calidad ejerce funciones bancarias. La Junta es la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, o sea, la entidad que diseña tales políticas.

22 El máximo órgano administrativo del Banco es el Consejo de Administración, conformado por los miembros de dedicación exclusiva de la Junta. Por lo tanto, ni el gerente ni el ministro de Hacienda pertenecen a él.

quedado reducida, prácticamente, al tema agropecuario, las líneas de redescuento para este fin han ido desapareciendo. Entre diciembre de 1993 y diciembre de 2004, la cartera de redescuento en moneda nacional pasó de 169.000 a 2,8 millones, y la de moneda extranjera que ascendía en 1993 a 178 millones de dólares, desapareció.

La actividad crediticia pasó de representar aproximadamente el 25% de los ingresos del Banco en 1994 apenas algo más del 12% en 2004 (Banco de la República, 2005, pp. 77 y 78).

Otro aspecto destacable en la gestión administrativa del Banco es el relacionado con los avances tecnológicos tendientes a modernizar y agilizar el sistema de pagos.

El Banco ha desarrollado varios sistemas electrónicos de transacciones que están a disposición del Gobierno, los establecimientos de crédito y otros participantes en el mercado monetario, cambiario y de capitales.

Sistemas como SEBRA, para realizar transferencias electrónicas de saldos entre las cuentas que las entidades financieras tienen en el Banco; CEDEC para la compensación electrónica de cheques; CENIT para transferencia electrónica de fondos; y SEN, que permite a las entidades afiliadas la compraventa secundaria de valores emitidos y administrados por el Banco, han significado un gran aporte a la modernización del sistema financiero y a la reducción de sus costos de transacción (Banco de la República, 2005, pp. 10 y 12).

El aumento en la participación de las comisiones por servicios bancarios en los ingresos totales del Banco (de 3,2% en 1994 a 7,8% en 2004) está explicado, fundamentalmente, por la puesta en servicio de los sistemas electrónicos de información y transacción mencionados antes.

El Banco se ha comprometido desde comienzos de los años 1990 con una política de racionalización del gasto que se ha traducido en una reducción importante de los gastos generales y de personal. A través de planes de retiro voluntario y de pensión temprana se ha logrado una reducción

de la planta de personal<sup>23</sup>, cercana al 50%, entre 1992 y 2004, lo cual ha representado, para ese mismo período, una disminución de más del 20% en términos reales de ese tipo de gasto (Banco de la República, 2005, p. 66).

Esta institucionalidad monetaria es el producto de un largo debate que se inició en los años 1980, alimentó las decisiones de la Asamblea Nacional Constituyente sobre el tema y ha continuado hasta hoy. Los temas y los actores de ese debate constituyen la parte central de este trabajo.

---

23 Includidos los empleados de las plantas industriales dedicadas a la fabricación de moneda y a la impresión de billetes.

## CAPÍTULO TERCERO

### EL DEBATE PREVIO A LA CONSTITUYENTE

En la década de los años 1980, el esquema Junta Monetaria - Banco de la República, que podría calificarse como un sistema monetario dividido, fue objeto de un amplio debate.

Las críticas, unas al Banco de la República y otras a la Junta Monetaria, llevaban implícita –y a veces explícita– la necesidad de llevar a cabo reformas en esas instituciones, más bien que transformar al Banco de la República en una autoridad independiente.

#### I. CRÍTICAS A LA JUNTA MONETARIA

La Junta Monetaria, cuyos miembros eran todos funcionarios del Gobierno, era la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia. Ese carácter de apéndice del Ejecutivo fue criticado desde dos ángulos: como expresión de un excesivo presidencialismo y como la causa de un conflicto de intereses.

ALFONSO PALACIO RUDAS, político liberal varias veces parlamentario y ministro, veía en la Junta Monetaria una de las manifestaciones de una corriente interesada en reducir el espacio de acción del Congreso a favor del Ejecutivo, además de una expresión del poder creciente de los economistas que subvaloraban las consideraciones sociales y políticas propias de los cuerpos de representación democrática. La Junta Monetaria era, según PALACIO RUDAS, una de las tecnoestructuras que dentro de esta tendencia moderna “representan el nuevo rostro del sistema de decisiones

colectivas del Estado” (ALFONSO PALACIO RUDAS en *Steiner*, 1995, pp. 151 a 153).

La Junta Monetaria aparecía como la expresión del poder desproporcionado del Ejecutivo<sup>1</sup> frente a un Legislativo que no contaba con las herramientas para ejercer un control político sobre la autoridad monetaria.

Vale decir que PALACIO RUDAS fue uno de los padres de la reforma que despojaba al Banco de la República de su carácter de autoridad monetaria y cambiaria, y trasladaba esos poderes a una nueva entidad, la Junta Monetaria,

... para quitarle a la banca privada la influencia sobre la dirección de la moneda, que por razones obvias no es buena (PALACIO RUDAS, 1991, p. 11).

Pero para evitar que prosperaran las ideas de algunos parlamentarios en el sentido de que otros intereses privados, como consumidores, sindicatos, etc., estuvieran representados en la nueva autoridad monetaria, sugirió que se le diera autorización al Gobierno para integrarla.

Pero luego, para sorpresa mía, encontré que el gobierno había hecho de la Junta Monetaria una Junta de carácter gubernamental (PALACIO RUDAS, 1991, p. 11).

PALACIO RUDAS, convencido de que esa dependencia del ejecutivo conspiraba contra la estabilidad de precios, combatió a la Junta desde sus inicios<sup>2</sup>.

---

1 El deseo de algunos grupos políticos de restringir el excesivo poder que la Reforma Constitucional de 1968 había depositado en el presidente se había reflejado en varios intentos de modificar el numeral 4 del artículo 120 de esa Constitución, que concedía en forma exclusiva y excluyente al Presidente la atribución de intervenir en el Banco de la República y en las actividades encargadas del manejo, aprovechamiento e inversión del ahorro privado.

2 En el enfrentamiento entre PALACIO RUDAS y el ministro de Hacienda de la época respecto a la conformación de la Junta Monetaria, surgió un argumento que no ha faltado en ninguna de las reformas de nuestro sistema monetario:

El otro aspecto que fue objeto de críticas era el conflicto de intereses nacido de la multiplicidad de objetivos de la Junta Monetaria y de la presencia en ella de los ministros de Agricultura y Desarrollo Económico, apodados “los ministros del gasto”. Era claro que tales funcionarios actuaban a la vez como representantes de sus respectivos sectores y como autoridad monetaria. La percepción era que, en este doble papel, la estabilidad monetaria salía casi siempre sacrificada.

El conflicto de intereses se hacía más crítico en la medida que los objetivos perseguidos por las diferentes políticas no coincidían y, a menudo, la obtención de unos implicaba el sacrificio de otros. Mientras que la política monetaria tenía a su cargo el control de la inflación, la crediticia y cambiaria era manejada claramente con criterios de fomento de la actividad productiva y exportadora.

La excesiva influencia del Gobierno sobre la política monetaria era vista como inconveniente, entre otros, por el gerente del Banco de la República, FRANCISCO ORTEGA, quien en conferencias y editoriales de la revista del Banco había manifestado esa opinión.

## II. CRÍTICAS AL BANCO DE LA REPÚBLICA

En lo que respecta al Banco de la República, los ataques en su contra estaban muy relacionados con su doble papel de banco central y banco de fomento.

Desde 1951, el Banco había adquirido esa doble naturaleza, y aunque a partir de 1963 había cedido muchas de sus funciones a la Junta Monetaria, seguía teniendo a su cargo la administración de los fondos financieros, pieza clave de la política de crédito dirigido, tan en boga en las décadas de los años 1960 y 1970.

---

la moda internacional. La réplica del funcionario a las críticas de PALACIO RUDAS sobre la composición de la Junta fue: “Te quiero contar que eso es lo más moderno que hay. Esa composición es lo último en materia de banca central” (citado en PALACIO RUDAS, 1991, p. 11).

Las operaciones de redescuento de los créditos concedidos por el sistema financiero a los sectores previamente seleccionados por la autoridad monetaria, dentro de su política de fomento, se realizaban con recursos de los fondos financieros. El arbitrio de esos recursos se hacía mediante la colocación, en el mercado, de títulos emitidos por esos fondos; por la imposición de inversiones forzosas al sistema financiero y, en caso de insuficiencia de recursos, por la emisión primaria. Ese método de obtener recursos baratos permitía al Banco cobrar a los intermediarios financieros una tasa de redescuento tal, que los bancos encontraban rentable la operación, aun ciñéndose, en los créditos otorgados, a las tasas subsidiadas definidas por la Junta Monetaria para cada tipo de crédito.

Este esquema fue atacado desde diversos flancos. Se hacía notar sus implicaciones negativas para el buen funcionamiento del mercado financiero y el desarrollo del mercado de capitales. Las inversiones forzosas que alimentaban los fondos, y los altos encajes cuando la emisión monetaria ocasionaba excesos inconvenientes de liquidez, restringían la capacidad de crédito de los intermediarios financieros. Los usuarios de crédito que no pertenecían a los sectores favorecidos por la política de fomento terminaban pagando parte del costo de esa política en forma de altas tasas activas de interés.

Igualmente la emisión para los fondos y para el Gobierno fue señalada como una de las causas principales de los desequilibrios macroeconómicos que vivía el país, especialmente la aceleración de la inflación.

El sistema adolecía, además, de falta de transparencia en el manejo de los subsidios y en la repartición del señoreaje, en la medida que las tasas preferenciales eran posibles gracias a la forma de financiación de los fondos –inversiones forzosas y emisión–, la cual equivalía a compartir el señoreaje del banco central y de los intermediarios financieros con los usuarios del crédito de fomento.

A estas críticas, los defensores del sistema vigente respondían con la teoría del crédito productivo. La abundancia y



bajo costo del crédito para ciertos sectores con ofertas inelásticas por factores naturales, sociales o políticos suavizaba las restricciones de oferta, que eran elementos determinantes de la inflación. La abundancia de crédito y la emisión que lo nutría no eran, en su sentir, la causa fundamental del proceso de inflación moderada que se inició en Colombia en la década de los años 1970.

Las acusaciones a este esquema de crédito implicaban, por supuesto, críticas al Banco de la República, que era quien lo administraba.

La condición de banca de fomento asignada al Banco de la República en la reforma de 1951 fue objeto de una “dura crítica que lideró el profesor LAUCHLIN CURRIE, desde 1973” (HERNÁNDEZ, 2001, p. 218). El mismo CURRIE y otros prestigiosos economistas, como ANTONIO HERNÁNDEZ y LUIS EDUARDO ROSAS, sustentaron, en publicaciones del Departamento Nacional de Planeación, la tesis de que el mencionado esquema tenía un sesgo inflacionario.

CURRIE consideraba que el Banco había desdibujado su papel de prestamista de última instancia (1991, p. 46); ya no era la institución cuyo apoyo se solicitaba sólo cuando había peligro de una crisis de liquidez general que pudiera fracturar el sistema de pagos, sino el dispensador de recursos para cualquier institución que los necesitara urgentemente y no pudiera obtenerlos de otras fuentes.

El esquema de “crédito productivo” administrado por el Banco fue criticado por ANTONIO HERNÁNDEZ en varias direcciones. Una era el peligro de que la expansión monetaria asociada a este tipo de créditos afectara la estabilidad de precios. HERNÁNDEZ temía brotes inflacionarios a menos que tal inyección de recursos

... permita el uso de factores ociosos [y] que el uso de esos “nuevos” factores genere un volumen de producción igual a la demanda agregada creada [...] Mientras lo anterior no se demuestre debemos pensar que existirá un sesgo expansionista en la política monetaria (HERNÁNDEZ, 1973, p. 63).

Otros motivos de preocupación para el mencionado economista eran las ineficiencias originadas en los subsidios asociados a los “créditos de fomento” y el impacto desfavorable sobre la distribución del ingreso.

Estos créditos se otorgan a tasas de interés subsidiadas y por lo tanto:

- a. Implican una demanda excesiva de crédito...
- b. Se favorece la desviación del crédito hacia otros sectores que tengan mayor rentabilidad privada que las actividades a las cuales se quiere proteger...
- c. Se estimula el uso de técnicas intensivas en capital, pudiendo generarse ineficiencias en el sistema productivo.
- d. Esta situación atenta contra la política de distribución del ingreso puesto que el crédito se otorga, la mayoría de las veces, con base al patrimonio, y como el valor del subsidio depende del monto del crédito, entonces a mayor patrimonio mayor subsidio (HERNÁNDEZ, 1973, p. 64).

La falta de transparencia y la ausencia de controles sobre el Banco de la República fueron señalados reiteradamente por RUDOLF HOMMES, quien después sería ministro de Hacienda durante todo el gobierno de CÉSAR GAVIRIA (1990-1994). La discrecionalidad del Banco en el manejo del crédito lo había convertido, según HOMMES, en un centro de clientelismo político y económico. Las decisiones eran producto del *lobby* de los grupos interesados, algunos de los cuales estaban representados en la Junta del Banco (agricultores, industriales, comerciantes, etc.)<sup>3</sup>. No había ninguna talanquera

---

3 El poder que la Junta Directiva del Banco tenía a nivel nacional se replicaba a nivel regional en las juntas seccionales. También en ellas tenían asiento los representantes de las “fuerzas vivas de la Nación”, como se designaba en la época a los principales sectores económicos.

que impidiera que sus directores y funcionarios actuaran buscando “su engrandecimiento personal y burocrático” (HOMMES, 1988, p. 29).

En ese mismo sentido se pronunciaba ANTONIO HERNÁNDEZ al criticar el sistema de asignación de los recursos crediticios por parte del Banco, que se guiaba “en muchos casos, por la simple relación personal entre solicitante y otorgante” (HERNÁNDEZ, 1973, p. 64).

### III. CRÍTICAS A LA FINANCIACIÓN MONETARIA DEL DÉFICIT

La preocupación por la financiación monetaria del déficit fiscal era compartida por el gerente del Banco y por la gran mayoría de los analistas económicos. El primero había expresado sus temores al respecto en diversos foros y publicaciones, y en algún momento pensó en sugerir al presidente VIRGILIO BARCO (1986-1990) la incorporación de algún tipo de limitación a esos créditos, en el proyecto de reforma constitucional que se presentó al Congreso durante ese gobierno. El crédito al Gobierno había pasado de representar el 6% de la base monetaria en 1980, al 36% en 1990 y aunque su ritmo de crecimiento se controló ostensiblemente después de la reforma tributaria de 1986, la posibilidad de desbordes futuros estaba presente si no se imponían restricciones legales.

### IV. LAS REFORMAS PROPUESTAS

Las reformas que se plantearon a fines de los años 1980 para enfrentar los problemas enunciados no tenían el alcance de un cambio sustancial en el sistema monetario. Algunos proponían el retiro de la Junta Monetaria de los ministros de Agricultura y Desarrollo, acusados de ser los que más presionaban por recursos para sus sectores. Otros, como CURRIE, sugerían la necesidad de cambios en la Junta del Banco de la República para eliminar su talante corporativista. No se entendía la presencia de representantes de comerciantes, agricultores e industriales, que eran por naturaleza unos

grandes demandantes de crédito, en una entidad que tenía como responsabilidad el cuidado de la moneda.

HOMMES proponía limitar el poder de “la burocracia incontrolada del Banco”, por medio de controles sobre muchas de sus actuales atribuciones y la sustracción de algunas de ellas a favor del Gobierno y del Congreso. En ese sentido, las propuestas iban desde nombrar un auditor externo para el Banco, reglamentar los mecanismos de asignación de créditos de fomento o trasladar esa facultad al Gobierno, hasta establecer por ley un proceso formal de aprobación y control del presupuesto del Banco.

La evidente complejidad normativa que regían al Banco y a la Junta Monetaria, originada en una proliferación de legislación de diverso orden y naturaleza, se convirtió en la justificación de varias propuestas para definir claramente el alcance de las facultades regulatorias y de control de los diferentes órganos del poder público.

En el debate estaban presentes claramente las divergencias sobre el manejo de la economía y del Estado: los defensores de la intervención del Estado en la economía y de la utilización de la política monetaria y crediticia para dirigir y apoyar el desarrollo económico, enfrentados a los defensores de la economía de mercado y de un manejo monetario cuyo objetivo fundamental o único fuera el control de la inflación. Para estos últimos, el sistema de crédito subsidiado llevaba implícita una gran injusticia al beneficiar a ciertos sectores –no siempre los más necesitados– a costa de una inflación y una devaluación más elevadas.

Mientras algunos veían en el arreglo institucional Junta Monetaria-Banco de la República una concentración excesiva de poder en el Ejecutivo, en desmedro del papel del Legislativo, otros lo miraban como la expresión de una cesión indebida, a favor del Banco, de facultades que debían estar en cabeza del Ejecutivo.

En lo que sí parece haber habido consenso, por lo menos en el mundo académico, era en la inconveniencia de la financiación monetaria rutinaria al Gobierno y a los agentes privados.

## CAPÍTULO CUARTO

### EL DEBATE EN LA CONSTITUYENTE

El banco central independiente que es hoy la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia de Colombia, fue el producto de varias circunstancias. En el frente interno, la aceleración de la inflación desde la década de los 1970; y en el externo, el ascenso del enfoque que, desde 1980, promocionaba la internacionalización de la economía.

Ambas situaciones ofrecieron los elementos para reforzar el ataque al sistema vigente y abrir el camino a un esquema monetario que tuviera la estabilidad de precios como el objetivo fundamental.

Según el nuevo enfoque, la inserción de Colombia en la economía mundial, tanto en el área comercial como en la financiera, requería de una estabilidad monetaria y cambiaria, lo cual no era compatible con un arreglo monetario como el existente en el país hasta 1991, cuyo objetivo era el fomento de ciertas actividades económicas.

La oportunidad política para el cambio institucional se presentó en 1991 con la convocatoria a una Asamblea Nacional para reformar la Constitución que nos regía, con pequeñas reformas, desde 1886.

Esta oportunidad fue aprovechada por el Banco de la República, y concretamente por su gerente, FRANCISCO ORTEGA, para convencer al presidente CÉSAR GAVIRIA de incorporar una reforma al sistema monetario, en el proyecto de reforma constitucional que el Gobierno presentaría a la Asamblea.

El documento del Banco, "Propuesta sobre el régimen monetario en la Reforma Constitucional", seguía muy de cerca los lineamientos del Bundesbank alemán. Proponía un esquema regido por un banco central, con autonomía administrativa, patrimonial y técnica, encargado de la regulación monetaria, crediticia y cambiaria, y prestamista de los establecimientos de crédito. La posibilidad de financiar al Gobierno quedaba restringida solamente a los estados de emergencia económica y social.

Hay unanimidad sobre lo definitivas que fueron las gestiones de FRANCISCO ORTEGA para impulsar el proyecto del Banco, y lograr una actitud favorable de parte de los políticos, los académicos y del público en general. La organización de foros, la publicación de artículos en los principales periódicos y revistas nacionales, así como los contactos personales con los constituyentes encargados del tema, lograron el apoyo aun de entidades que, como Fedesarrollo, no lo acompañaban inicialmente<sup>1</sup>.

El presidente GAVIRIA discutió el proyecto del Banco con académicos y economistas destacados, pero ninguno perteneciente al grupo de la Junta Monetaria o del Ministerio de Hacienda actitud que molestó al ministro de Hacienda, quien aceptó defender el proyecto pero reservándose el derecho de sugerir cambios y expresar algunas críticas.

El proyecto presentado por el Gobierno a la Asamblea Nacional Constituyente recogía los lineamientos fundamentales de la propuesta del Banco, salvo en dos aspectos: incluía la posibilidad de financiamiento del Banco al Gobierno para sus operaciones de tesorería, y minimizaba el papel del Congreso por la vía de otorgar al presidente la definición de las atribuciones y estatutos del Banco, o por la de constitucionalizar aspectos relativos a su organización y funciones.

---

1 Fedesarrollo era en ese momento, y sigue siéndolo, un formador de opinión muy importante en temas económicos.

Este deseo de reforzar las atribuciones del Ejecutivo iba en contravía de una corriente muy fuerte que pregonaba la necesidad de reformar el numeral 14 del artículo 120 de la Reforma Constitucional de 1968, el cual depositaba en el presidente de la República la atribución exclusiva y excluyente de intervenir en el Banco. Entre parlamentarios y académicos había prosperado la idea de devolverle al Congreso la facultad de regulación en lo relacionado con la estructura y funciones del Banco.

Esta devolución, al órgano legislativo, de la plena capacidad para actuar como depositario de la soberanía monetaria, era vista como una reivindicación del papel de las instituciones políticas en la definición de los lineamientos generales de la política económica, y como una vía para evitar que el Banco se convirtiera en un superpoder dentro del Estado.

En la Asamblea Nacional Constituyente, el estudio del proyecto fue confiado a una comisión accidental, la cual debía elaborar una ponencia para discusión, primero en la Comisión Quinta—de asuntos económicos—y luego en la plenaria.

Sin embargo, actuando en una forma no convencional, la comisión especial no se centró en el proyecto presentado por el Gobierno, sino en el que el Banco había puesto a consideración del Gobierno.

Así, el equipo del Banco y especialmente su gerente fueron los principales interlocutores de la subcomisión, lo cual se reflejó en una ponencia más cercana a su enfoque que al del Gobierno, es decir, con una perspectiva caracterizada por una mayor autonomía del banco central y un mayor poder del Congreso, que los propuestos en el proyecto del ejecutivo.

El alcance del concepto de autonomía, que en el proyecto del Gobierno sólo abarcaba los ámbitos administrativos y técnicos, fue ampliado con la autonomía patrimonial que el Banco defendía.

Por otro lado, fue suprimida la posibilidad de financiamiento al Gobierno en forma de créditos de tesorería, que era una idea del proyecto gubernamental.

Es clara, además, la identificación del enfoque de la subcomisión con el del Banco en el uso que ambos hacen de la expresión “banca central”, para referirse a la nueva institucionalidad monetaria. Esta expresión estaba ausente del proyecto del Gobierno.

En la etapa siguiente—la discusión en la Comisión Quinta y en la plenaria—, se hicieron evidentes las diferencias que sobre el tema tenían los diferentes grupos políticos presentes en la Asamblea Nacional Constituyente. En ella estaban representadas las principales corrientes políticas del momento: los partidos tradicionales—liberal y conservador—, el Movimiento de Salvación Nacional, que recogía disidentes conservadores y liberales, y la Alianza Democrática M-19, conformada por antiguos miembros del movimiento insurgente M-19, que se habían reincorporado a la vida civil a raíz de los acuerdos de paz del presidente BARCO. Las minorías étnicas y religiosas también tenían asiento en la Constituyente.

La oposición al enfoque de un banco central independiente, que concentraba el manejo de la política monetaria, cambiaria y crediticia, y al cual le estaba vedada la posibilidad de financiamiento al Gobierno o al sector privado, era minoritaria y estaba liderada por buena parte de la representación liberal (RUDOLF HOMMES, en STEINER, 1995, pp. 36 y 37). Si bien la mayoría de los constituyentes acompañaban al proyecto en su enfoque, algunos temas fueron objeto de largas y acaloradas discusiones. Los asuntos más debatidos se referían a la coordinación y a las atribuciones del Banco en materia cambiaria. Sin embargo, también fueron fuente de importantes desacuerdos los relativos a la conformación de la Junta Directiva, la financiación del Gobierno y la responsabilidad por los resultados financieros del Banco.

## I. LA COORDINACIÓN

El tema de la coordinación no estaba considerado ni en el proyecto del Gobierno ni en el del Banco, pero en la ple-



naria surgió y fue defendido con el argumento de que la independencia del Banco no podía significar aislamiento, y que las decisiones en materia monetaria, crediticia y cambiaria influían y eran influidas por decisiones tomadas en otros ámbitos de la política económica. La no coordinación implicaría, entonces, ineficiencias y ocasionaría conflictos posteriores.

Los críticos a esta exigencia de coordinación la veían como una amenaza a la autonomía del Banco, y como una presión para que éste utilizara los instrumentos que tenía a su disposición con fines distintos a la búsqueda de la estabilidad de precios.

Finalmente, en el texto constitucional quedó consignada la obligación de la coordinación, al disponer que las funciones del Banco “se ejercerán en coordinación con la política económica general” (art. 371).

## II. EL BANCO COMO AUTORIDAD CAMBIARIA

El enfrentamiento en este punto estuvo protagonizado por el equipo del Banco de la República y el ministro de Hacienda. Este último veía, en la pretensión de asignarle la regulación cambiaria al nuevo Banco, la intención de torpedear la Ley 9.<sup>a</sup> de 1991 recientemente aprobada, que le asignaba al Ejecutivo la regulación de los cambios internacionales<sup>2</sup>.

Por su parte, los defensores del Banco como autoridad cambiaria argüían que la independencia para el diseño de la política monetaria se veía amenazada si aquél no contaba con el manejo de los instrumentos cambiarios.

Esta posición, que fue la que prevaleció, recibió posteriormente un aval jurídico por parte de la Corte Constitucional.

---

2 La Ley 9.<sup>a</sup> de 1991 dictaba las normas generales sobre inversión extranjera y tenencia de activos en el exterior, a las cuales debía ceñirse el Ejecutivo en su función reguladora.

En 1992, este tribunal, en un fallo de revisión de constitucionalidad de la Ley 38 de 1989, sostuvo:

El manejo de la política monetaria, cambiaria y crediticia es una muestra de la necesaria unidad de la política económica, unidad que se obtiene asignándolas a una unidad específica (Corte Constitucional, Sala Plena. Sentencia C-478 del 6 de agosto de 1992).

El texto constitucional repartió así las competencias en este tema:

El gobierno regulará el comercio exterior y señalará el régimen de cambios, en concordancia con las funciones que la Constitución consagra para la Junta Directiva del Banco de la República (Constitución Política de Colombia, art. 150, num. 19).

Asu vez, el Gobierno deberá sujetarse a las normas generales, objetivos y criterios expedidos por el Congreso.

El texto es mirado por algunos como una limitación a la independencia del Banco, pero para otros es la expresión de la necesaria coordinación del Banco con el Gobierno para el diseño de una política económica general exitosa.

### III. LA CONFORMACIÓN DE LA JUNTA DIRECTIVA

Se presentaron muchas propuestas sobre el número de miembros, su período, la composición de la Junta y las instancias que debían intervenir en su nombramiento.

Hubo para todos los gustos. Juntas de tres, de cinco y de siete miembros; nombrados por el presidente, por el presidente y el Congreso o por el presidente, el Congreso y las instancias judiciales, como el Consejo de Estado y el Consejo Superior de la Judicatura.

Alcanzó a esbozarse la idea de una representación regional en la Junta. A juicio de algunos estudiosos del tema,

De haber prosperado semejante despropósito, la reforma, en lugar de haber modernizado nuestro sistema de banca central, lo habría rezagado muchísimos años (STEINER, en STEINER, 1995, p. 10).

Valdría la pena aclarar que la idea no parece tan descabellada si se tiene en cuenta que en la selección de los miembros de la Junta del Banco Central alemán –punto de referencia para la reforma– entran criterios legales de representación regional.

El tema del gerente también ocupó muchos debates: quién debía elegirlo y si debía ser un miembro pleno de la Junta con derecho a voz y voto<sup>3</sup>.

No obstante, el tema más polémico fue el relativo a la presencia del ministro de Hacienda en la Junta. Aun dentro del mismo gobierno existía desacuerdo al respecto. Mientras el equipo de Hacienda mostraba las bondades que para la coordinación representaba el contar con el ministro en la Junta, para el Departamento Nacional de Planeación era la forma de permitirle a la Junta “escondarse detrás del Ministro” y no asumir la completa responsabilidad de sus acciones.

Algunos constituyentes consideraban que el ministro debía formar parte de la Junta para garantizar una comunicación fluida con el Gobierno, pero aceptaban que a cambio de ello se pagaba un costo por la influencia que ese prominente miembro del gabinete ejercería sobre las decisiones.

La Constitución definió los aspectos fundamentales con relación a la Junta: sería la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia; tendría siete miembros, entre ellos el Ministro de Hacienda, que la presidiría; el gerente será elegido por

---

3 Los defensores de un gerente sin voto argumentaban que era inconcebible un gerente participando con voz y voto en las decisiones del cuerpo que lo nombra. Vale decir que tal situación no sólo es concebible, sino que se presenta, de hecho, en muchas corporaciones internacionales del sector privado.

la Junta y formará parte de ella; los otros cinco miembros serán elegidos por el presidente de la República para períodos prorrogables de cuatro años.

El texto constitucional precisa, además, que los cinco codirectores deben ser de dedicación exclusiva y que representan únicamente el interés de la Nación.

La intención del constituyente primario fue clara: garantizar la independencia profesional y personal de los codirectores; dejar sentado que no están en la Junta como representantes de ningún agente económico o sector, incluido el Gobierno; y asegurar la independencia de la Junta frente al Ejecutivo, dado que cada presidente sólo podrá cambiar dos de esos cinco miembros.

La definición de las funciones de la Junta y las calidades de los miembros, lo mismo que sus inhabilidades e incompatibilidades, fue delegada al Congreso.

#### IV. LA FINANCIACIÓN AL GOBIERNO

Tanto el proyecto del Banco como el del Ejecutivo preveían alguna forma de financiación al Gobierno. El primero sólo la disponía para cuando se hubiera declarado la emergencia económica y social; el del Gobierno abría la posibilidad para créditos de tesorería.

En la Asamblea Nacional Constituyente se expresó todo un abanico de opiniones, que iban desde la prohibición absoluta de otorgar créditos o garantías al Gobierno, hasta la posibilidad de financiación sin restricciones.

Para el constituyente ALFONSO PALACIO RUDAS, la prohibición absoluta de emitir para financiar al Gobierno no tenía sentido en “los Estados subdesarrollados como el nuestro”; y tampoco lo tenía condicionar tal financiamiento a la declaración del estado de emergencia económica.

Lo que estaban proponiendo era que el país siempre estuviera en emergencia económica. Porque el gobierno siempre declarará

emergencia económica para poder emitir libremente (PALACIO RUDAS, 1991, p. 12).

Desde afuera, prestantes economistas señalaron los problemas que podrían presentarse en la medida que se prohibiera totalmente el otorgamiento de crédito al Gobierno por parte del Banco.

La imposibilidad de financiamiento directo e indirecto sólo podía mirarse como una broma, pues es sabido

... que la emisión para financiar el déficit fiscal es la forma natural y recomendada para la ampliación de la oferta monetaria que requiere el crecimiento económico (FERNÁNDEZ RIVA, 1991, p. 19).

Entonces, la única interpretación seria de la norma constitucional es entenderla como la prohibición al crédito *directo* del Banco de la República. En ese caso se estaría renunciando a la posibilidad de que el Gobierno obtenga su crédito en forma transparente y asuma el costo político que ello implica, para entrar en un sistema de financiación indirecta y hasta subrepticia –como la compra de deuda soberana en el mercado secundario– o bien, acudir al financiamiento externo (FERNÁNDEZ RIVA, 1991, pp. 19 y 20).

Prohibido el financiamiento directo al Gobierno, la posibilidad de ampliación de la masa monetaria quedaría reducida a la compra de papeles del Gobierno en el mercado secundario, a la obtención de financiación externa o de superávits de balanza de pagos. En esas circunstancias

... el valor de los títulos gubernamentales en circulación podría ser insuficiente para proveer el crecimiento secular de la oferta monetaria (HERNÁNDEZ, 1991, p. 37).

La posición que quedó consagrada en la Constitución permite las operaciones de financiamiento a favor del Estado pero sólo con la aprobación unánime de la Junta o a través de operaciones de mercado abierto en el mercado secundario.

## V. RESPONSABILIDAD POR LOS RESULTADOS FINANCIEROS DEL BANCO

Para algunos constituyentes, la autonomía patrimonial con la cual quería dotarse al Banco implicaba también responsabilidad patrimonial. En consecuencia, los resultados financieros del Banco debían ser asumidos por él.

Otra corriente consideraba que el presupuesto nacional debía asumir las pérdidas del Banco, pues la posibilidad de varios ejercicios presupuestales deficitarios y el consiguiente deterioro patrimonial del Banco lo obligarían a recurrir al Gobierno para recapitalizarse o para obtener recursos del presupuesto, en detrimento de su autonomía.

Un tercer grupo, cuya posición prevaleció, consideraba que tanto las utilidades como las pérdidas debían ser incorporadas al presupuesto nacional.

La Constitución dejó en manos del Congreso las definiciones en esta materia. La Ley 31 de 1992 otorgó a la Junta Directiva la atribución de crear y aumentar una reserva de estabilidad monetaria y cambiaria con las utilidades del ejercicio. El remanente de las utilidades será de la Nación.

En el evento de que el Banco incurra en pérdidas, éstas deberán ser cubiertas por las reservas mencionadas y, en caso, de ser insuficientes, por el presupuesto nacional.

Durante el proceso de discusión en la Asamblea Nacional Constituyente, el mundo académico y el sector financiero, en su mayoría, sólo hicieron reparos puntuales, pero en términos generales acompañaron la reforma monetaria propuesta.

Un grupo minoritario, sin embargo, la descalificó mostrando, por un lado, las bondades del esquema anterior y, por otro, los problemas del nuevo.

JAVIER FERNÁNDEZ, ex asesor de la Junta Monetaria y uno de los consultores más reputados del país, era el representante más visible de esta corriente. Según él, la Junta Monetaria exhibía un récord de responsabilidad y competencia técnica como pocas instituciones en el país. La presencia en

ella de los ministros de Agricultura y Desarrollo, lejos de representar una presión de gasto indebido, le había dado altura a los debates y había aportado los criterios políticos necesarios para complementar y mejorar las decisiones de naturaleza técnica.

A su juicio, la idea de un banco central independiente era la expresión de un monetarismo extremo que, en su obsesión por la estabilidad de precios, olvida que es el diseño de una buena política macroeconómica lo que garantiza el crecimiento y el desarrollo económico.

JAVIER FERNÁNDEZ consideraba que el nuevo marco institucional no era superior al anterior para combatir la inflación, pues renunciaba a instrumentos como las políticas de precios, de importaciones y de manejo de las operaciones de tesorería, que en el esquema anterior se complementaban y reforzaban. FERNÁNDEZ veía incompatibilidades en las actuaciones de la Junta como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia y, a la vez, como directiva de la principal entidad financiera del país. El carácter eminentemente técnico de la Junta la convertía en un cuerpo “sin responsabilidad política ni gremial” (FERNÁNDEZ, 1991a, p. 13), lo cual haría impredecible la forma como manejaría las políticas a ella encomendadas.

Como se mencionó antes, la idea de un banco central independiente estuvo alimentada en Colombia no sólo por elementos internos, sino también por las nuevas corrientes internacionales del pensamiento monetario. Los argumentos a favor de la reforma constitucional del sistema monetario colombiano que dio vida al actual Banco de la República reproducían los expresados por la literatura de la época. En los proyectos del Banco y del Gobierno, y en la ponencia presentada por la subcomisión encargada del tema, pueden encontrarse afirmaciones tomadas del credo defendido por la nueva literatura sobre banca central:

La emisión y regulación de la moneda a cargo de un banco central autónomo deben responder a principios de técnica eco-

nómica que, básicamente deben propender por la estabilidad de la moneda (*Gaceta Constitucional*, 1991a, p. 43).

La estabilidad de precios es una de las condiciones básicas de toda organización económica cuando se quiere promover el desarrollo integral de la comunidad y mantener la paz y la tranquilidad social (*Gaceta Constitucional*, 1991b, p. 18).

La entidad del estado a cuyo cargo está el ejercicio de estas delicadas facultades debe estar consagrada en la propia carta política e investida de una naturaleza especial (*Gaceta Constitucional*, 1991b, p. 18).

Dicha naturaleza del Banco y, por ende, la razón de su normatividad, se justifican porque se trata de una institución que debe tener en cuenta, ante todo, el carácter eminentemente técnico y por lo demás complejo de los asuntos que debe manejar (*Gaceta Constitucional*, 1991a, p. 34).

El país requiere, entonces, que la política monetaria se dirija de acuerdo con criterios técnicos, aislada de ocasionales intereses coyunturales, para que ella colabore al desarrollo nacional y, particularmente, al mantenimiento de la capacidad adquisitiva del ingreso de los colombianos (Banco de la República, 1995, p. 249).

La reforma de 1991 no sólo significó un rompimiento con el esquema de banca de fomento<sup>4</sup> sino una transformación

---

4 Algunos analistas consideran que el haber conservado para el Banco la función de administrador de líneas de crédito internacionales o multilaterales significaba mantener un rasgo propio de banca de fomento. La insistencia en mantener al Banco de la República como intermediador de tales líneas de crédito fue de FRANCISCO ORTEGA, quien era su gerente para la época de discusión de la reforma. Para defender su posición, ORTEGA esgrimió la idea de que para el suministro de recursos, el Banco tenía “una madurez superior a la que podría ofrecer la banca colombiana por sí misma” (STEINER, 1995, 30). La tradición de los organismos internacionales de crédito en el sentido de no prestar directamente a empresas privadas y de mirar con más confianza a los bancos centrales que a las tesorerías de los países receptores fue,



total del banco central, en la medida que cambió su objeto, finalidad, estructura y funciones. Sin embargo, esa reforma representó también un cambio significativo en el grado de injerencia del Ejecutivo y el Legislativo en el diseño de la política monetaria y en las relaciones de estos dos poderes con el Banco. Ahora sería el Congreso, y no el Ejecutivo, el que debería definir sus funciones y su estructura. Las normas generales sobre la institucionalidad monetaria fueron rescatadas para el Congreso, y el Gobierno debe ceñirse a ellas para la expedición de los estatutos del Banco.

También hay que decir que aspectos como los celos institucionales y las animadversiones personales tuvieron mucha influencia en la dirección y resultados del proceso. El ministro de Hacienda, que había sido un crítico acérrimo del Banco de la República, acusándole de detentar un poder incontrolado, veía en el proyecto de reforma un intento por parte del Banco para aumentar ese poder. Desde antes el ministro HOMMES había denunciado supuestas maniobras del Banco para restringir la esfera de acción del Ejecutivo. Ahora lo acusaba de que su propuesta de otorgar al nuevo Banco la calidad de autoridad cambiaria era un intento de debilitar los poderes que la Ley 9.<sup>a</sup> de 1991 le había asignado al presidente en ese campo.

Adicionalmente, el hecho de que el principal representante del Gobierno en el debate no hubiera sido consultado por el presidente para la elaboración del proyecto gubernamental produjo el malestar del ministro, quien públicamente le formuló reparos, abriendo, de esa forma, el espacio para que el equipo del Banco se convirtiera en el principal interlocutor de la comisión accidental encargada del tema y pudiera, así, promover su proyecto.

En ambientes privados también se esgrimieron consideraciones de tipo personal. Tal fue el caso del presidente

---

probablemente, otro argumento que estaba en la mente de FRANCISCO ORTEGA cuando defendió esta tesis.

GAVIRIA, quien con la frase “Imagínense que salga electo NAVARRO o SAMPER”<sup>5</sup> (HOMMES, en STEINER, 1995, p. 35), expresó su argumento más contundente para defender la autonomía del Banco y la prohibición de que éste financiara al Gobierno.

La costumbre fue otra institución que dejó su huella en las normas constitucionales relativas al Banco, si bien en un asunto menor. Se discutía si el funcionario que presidiría el Banco debía ostentar el título de gerente o el de presidente. El argumento esgrimido por quienes preferían “gerente”, y que triunfaron a la postre, era que, en Colombia, los dos cargos más importantes después del de presidente de la Nación eran los de las cabezas de la Federación de Cafeteros y del Banco de la República. Si la Federación tenía gerente, la máxima autoridad del Banco también debía ese título.

---

5 ANTONIO NAVARRO y ERNESTO SAMPER eran a la sazón candidatos previsible en las elecciones siguientes. Ambos tenían enfoques de manejo de la economía muy diferentes a los que sostenían el presidente GAVIRIA y su equipo.

## CAPÍTULO QUINTO

### EL DEBATE POSTERIOR

Como era de esperarse, el debate sobre la adopción de un nuevo régimen monetario tan diferente a aquel que venía rigiendo, ha continuado en el mundo académico y en el político. Una de las cuestiones que ha alimentado ese debate tiene que ver con la interpretación que la Ley 31 de 1992 ha hecho de la Constitución.

Para algunos (CABRERA, 2002, p. 288) la ley hace gala de un fundamentalismo monetario excesivo. Por un lado, obliga al Banco a definir la meta de inflación en un nivel menor que el registrado en el año anterior<sup>1</sup> y, por otro, le hace una precisión al mandato constitucional de coordinación entre el Banco y las demás autoridades económicas, en el sentido de darle primacía a la reducción de la inflación sobre cualquier otro objetivo:

Tales funciones se ejercerán en coordinación con la política económica general [...] siempre que esta coordinación no comprometa la responsabilidad constitucional del Estado, de velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda (art. 4.º Ley 31 de 1992).

---

1 La combinación de estos dos mandatos –coordinación de las actuaciones del Banco con la política económica general y defensa de la estabilidad de precios como objetivo prioritario– ha sido calificado por algunos como una ambigüedad jurídica sustancial.

Esa ortodoxia excesiva habría llevado a la ley a convertir el mandato constitucional de velar por la capacidad adquisitiva de la moneda, en “fin” del Banco, pues en la Constitución tal mandato no aparece bajo ese título (CABRERA, 2002, p. 388).

Pero la mayoría de las críticas a la norma legal sobre el Banco insinúan que ésta restringió la autonomía que la Constitución quiso otorgarle. Según la ley, el presupuesto del Banco debe contar con un concepto previo del CONFIS sobre la incidencia del mismo en las finanzas públicas, las cuales podrían verse afectadas en caso de que las pérdidas del Banco resulten mayores que las reservas constituidas para enjugarlas. En ese evento, la ley dispone que el presupuesto de la Nación debe asumir esa diferencia.

Es probable, entonces, que el CONFIS presione al Banco a tomar acciones para reducir esas posibles pérdidas, si la situación fiscal es estrecha. Se verían así lesionadas la autonomía patrimonial, directamente, y la técnica y administrativa, indirectamente. La Ley 31 de 1992, al determinar que “el remanente de las utilidades, una vez apropiadas las reservas, será de la Nación” habría traicionado el espíritu de la Asamblea Nacional Constituyente, en cuyos debates primó la opinión de que

... los instrumentos de carácter fiscal no deben financiar o asumir los costos que demande el manejo monetario, cambiario y crediticio del país, y que éste no debe financiar o asumir los costos que demande el manejo fiscal<sup>2</sup> (CARLOS OSSA y JORGE E. IBÁÑEZ en STEINER, 1995, p. 186).

El tema del banco central también ha sido objeto de debates en el Congreso, en el cual existe un grupo de parlamentarios que ha sostenido que el Banco de la República es insensible a las necesidades del Gobierno y del país, y que está do-

---

2 Informe – Ponencia para el debate en Plenaria.

minado por un monetarismo extremo y una obsesión por disminuir la inflación sin importar los costos<sup>3</sup>.

A pesar de que desde ése y otros foros se ha acusado a la Junta de estar formada por un grupo de tecnócratas con un pensamiento y un origen académico homogéneo, un análisis del perfil de sus miembros<sup>4</sup>, realizado por un antiguo codirector<sup>5</sup>, muestra que esa apreciación no es del todo cierta (CLAVIJO, 2005).

Así, los diversos partidos y regiones, así como las diferentes inclinaciones ideológicas han estado representados en la Junta del Banco. La representación del partido conservador ha primado (41%), pero tanto los liberales como los independientes han hecho parte de ella (38% y 21% respectivamente). Aunque todas las regiones están representadas, la central, a la cual pertenece Bogotá, es de lejos la de mayor peso (68%), “aunque ahora el área occidental (incluyendo a Antioquia) ha subido su representación, al tiempo que la representación de la Costa o del Oriente ha desaparecido” (CLAVIJO, 2005, p. 5). Cabe destacar que sólo una mujer ha formado parte de la Junta.

Igualmente, la gran mayoría de los miembros de la Junta son egresados de universidades privadas (80%), pero provienen de cargos en el sector público (71%), generalmente ministerios o viceministerios. A la fecha, casi las dos terceras partes del directorio posee título de doctorado en economía.

En cuanto a tendencias ideológicas, aunque no se hacen explícitos los criterios con los cuales se divide a los miem-

---

3 Los ataques tienen dos flancos diferentes: la insensibilidad de la Junta y la falta de control sobre las actuaciones y los gastos del Banco.

4 El estudio abarca todo el período del nuevo Banco de la República (1991-2005).

5 SERGIO CLAVIJO fue miembro de la Junta desde octubre de 1999 hasta febrero de 2005).

bros de la Junta entre ortodoxos (63%)<sup>6</sup> y heterodoxos (37%), se aclara que esta

... caracterización no puede asociarse automáticamente con que haya prevalecido un enfoque de “reglas” frente al de “discreción”, con que el “monetarismo” se hubiese impuesto frente al “keynesianismo”, con que el “neoliberalismo” hubiera primado frente al “populismo” o con que los “halcones” hubieran devorado a las “palomas” (CLAVIJO, 2002, p. 15).

Aunque el objetivo central de este trabajo es el debate que se ha dado en Colombia alrededor de la institución misma del banco central y no de sus actuaciones, sería imperdonable no mencionar los elementos generales de la controversia suscitada alrededor de la política monetaria y cambiaria del Banco de la República en su nuevo rol de autoridad monetaria independiente.

En su primera etapa, el Banco debió administrar una fase de expansión económica alimentada por una gran entrada de capitales de todo tipo: repatriación de algunos que habían salido en los años 1980 ante el temor de una crisis cambiaria, y otros de origen dudoso agazapados entre las normas de apertura de la cuenta de capitales y en las amnistías tributaria y cambiaria decretadas por el gobierno de la época. A estos flujos se sumaron los generados en un endeudamiento externo abundante y fácil.

El Banco intentó frenar la avalancha de capital extranjero<sup>7</sup> con controles al endeudamiento externo. Se impuso la

---

6 E autor del estudio llega a la conclusión de que las actuaciones de la Junta “han tenido un carácter ortodoxo la mayoría de las veces, aunque en el período más reciente (2003-2004) tuvo la impresión que la ortodoxia había logrado la mayoría en ciertos temas” (CLAVIJO, 2005, p. 6).

7 La Ley 31 de 1992 delegó en el Banco las funciones de regulación cambiaria (art. 16), que la Ley 9.<sup>a</sup> de 1991 había previsto para la antigua Junta Monetaria. Una de estas funciones era la aplicación de controles a los movimientos de capital, cuando se consideraran convenientes (art. 2, Ley 9.<sup>a</sup> de 1991).

obligación de constituir depósitos previos al desembolso –con un monto mayor para los plazos menores– para aquellos créditos extranjeros contratados a un plazo menor de 36 meses (Resolución 7 del 15 de marzo de 1994). En 1997 esta exigencia se amplió a todos los plazos. En todo caso, los controles se revelaron incapaces de frenar en forma significativa la contratación de créditos externos.

Con un sistema de banda cambiaria<sup>8</sup> que endogenizaba la oferta monetaria, el Banco se vio enfrentado a una disyuntiva entre objetivos monetarios y cambiarios. Tratando de lograr ambos, emprendió una estrategia que buscaba frenar la revaluación y esterilizar la expansión monetaria que ocasionaba ese intento. Pero las altas tasas de interés que debía pagar en sus operaciones de contracción atraían más capitales generando un círculo perverso que llevó al Banco a desistir de esos intentos de esterilización.

Las consecuencias fueron un crecimiento de los medios de pago de 44% y de crédito de 50% anuales promedio entre 1992 y 1994, que alimentaron una burbuja en los mercados hipotecarios y de valores, cuyo estallido en la segunda mitad de los años 1990 inició el peor período recesivo de la economía colombiana.

Algunos analistas consideran que si el Banco hubiera permitido una revaluación acorde con las condiciones cambiarias del momento, “esa revaluación hubiera sido percibida insostenible en el mediano plazo y hubiera ayudado a aplacar el ritmo de gasto” (CARRASQUILLA, 1999, p. 22). Esta opción habría llevado, obviamente, a crecimientos monetarios y crediticios menores y a una expansión económica menos acelerada pero más sostenible.

El desaforado crecimiento del gasto público y privado entre 1991 y 1995, financiado en buena parte con endeu-

---

8 Colombia adoptó un régimen de banda cambiaria en 1994. La banda tenía un ancho de 14% y una pendiente de aproximadamente dos puntos menos que la meta de inflación.

damiento externo, se vio frenado bruscamente con motivo de la crisis asiática, y el consiguiente cierre de los flujos financieros hacia los países latinoamericanos.

Los desequilibrios cambiarios y fiscales que presentaba Colombia en ese momento la hacían especialmente vulnerable. La opinión generalizada era que la banda cambiaria no podría ser sostenida y, en consecuencia, los agentes económicos emprendieron acciones especulativas acordes con esa presunción.

Los ataques cambiarios se sucedieron durante buena parte de 1998, y el Banco de la República respondió moviendo la banda hacia arriba y los intereses también. Para septiembre, la DTF<sup>9</sup> llegó a 37% y la tasa interbancaria tuvo días de 50% y 60%.

Con un sector privado y público altamente endeudados y con un crecimiento que había perdido la dinámica del quinquenio anterior, el alza brutal de tasas de interés se tradujo en un aumento enorme de la cartera mala y en un deterioro del sector financiero, que afectó principalmente a la banca hipotecaria.

Para algunos economistas, la recesión colombiana y la crisis financiera de finales de los años 1990 están muy vinculadas a la política monetaria y cambiaria del Banco de la República. Sin embargo, la percepción del Banco es otra: el exceso de gasto del sector privado y del Gobierno<sup>10</sup>, y sus consecuentes déficits fiscal y de cuenta corriente, hacían inevitable el alza de las tasas de interés y la recesión consiguiente ante un choque externo como el ocurrido en 1997.

Dado que el Banco de la República justificaba el alza de las tasas de interés como un arma para desalentar los ataques especulativos contra la banda, las críticas se enfoca-

---

9 La DTF es la tasa de interés que pagan los certificados de depósito a término a 90 días.

10 El gasto del gobierno central pasó entre 1992 y 1997 de representar el 11% al 18% del PIB.



ron a mostrar que el manejo adecuado de la crisis requería desmontar la banda y dejar flotar el cambio. Para defender la actuación de la Junta, varios codirectores acudieron en sus escritos a la evidencia empírica. Las alzas en las tasas de interés y la recesión en la actividad económica eran una constante en los países afectados por el choque internacional, independientemente de su régimen cambiario; inclusive, la pérdida de producto había sido mayor en aquellos que habían dejado flotar su moneda, como México, Indonesia, Malasia y Corea. Haber soltado la banda, sostenían, habría generado una sobrerreacción del mercado cambiario, con un grave deterioro de los agentes endeudados en dólares y un repunte de la inflación.

Culpar al Banco de la crisis era, entonces, un expediente fácil que dejaba de lado factores como la renuencia del Gobierno a frenar un ritmo acelerado de gasto, financiado inicialmente con impuestos, ingresos petroleros y privatizaciones, y luego con endeudamiento interno y externo. El sector financiero también era culpable por sus inadecuadas políticas de evaluación de riesgo y un aumento de la cartera mucho mayor del que exigiría una sana ortodoxia bancaria.

La eliminación de la banda cambiaria en septiembre de 1999 dio lugar a un fuerte enfrentamiento entre el Gobierno y la Junta. Los codirectores ANTONIO HERNÁNDEZ y LUIS BERNARDO FLÓREZ, en la aclaración de su voto (afirmativo) en esta ocasión, hacen un recuento de los incidentes que acompañaron la toma de esa decisión (HERNÁNDEZ y FLÓREZ, 1999). Durante 1999, la Junta había expedido varios comunicados reafirmando su fidelidad al sistema de la banda cambiaria y negando cualquier posibilidad de eliminarla. Esa misma posición fue adoptada por unanimidad, como la que debería ser llevada por los negociadores del Banco y del Gobierno ante el FMI en las reuniones que se llevarían a cabo para finiquitar un acuerdo de Colombia con esa institución, con miras a fortalecer su balanza de pagos.

Contrariando la posición unánime de la Junta –por lo tanto compartida por el Gobierno a través del ministro

de Hacienda— algunos funcionarios del Gobierno hicieron declaraciones en las que se adivinaba su falta de convicción en el esquema cambiario vigente, y se anunciaba la posibilidad de un cambio a un régimen “semiflexible” una vez se perfeccionaran los acuerdos con el FMI.

Esta posición de los representantes del Gobierno en las negociaciones con el Fondo indujo a éste a incluir la flexibilidad cambiaria como exigencia del acuerdo, y envió a los mercados un mensaje que minó la credibilidad en la sostenibilidad de la banda y animó los ataques especulativos de septiembre de 1999.

Tales ataques obligaron a la Junta a tomar la decisión de suspender el sistema de bandas cambiarias, aunque, como lo reconocen HERNÁNDEZ y FLÓREZ en la aclaración mencionada, no existían, a su juicio, las condiciones apropiadas para esa suspensión.

Otro aspecto relevante en el documento de los codirectores es su percepción de que, en este caso, se lesionó la autonomía del banco central, al permitir la imposición del Fondo en un tema “que nunca debió ser objeto de discusión y menos de negociación con el Fondo” (HERNÁNDEZ y FLÓREZ, 1999, p. 48).

## CAPÍTULO SEXTO

### EL DEBATE EN LA JUNTA

Aunque sólo unos pocos codirectores han expresado públicamente su pensamiento como banqueros centrales y sus críticas al esquema institucional vigente, es posible encontrar dos tendencias claramente definidas en la Junta.

La máxima ortodoxia monetaria tiene su representante en SALOMÓN KALMANOVITZ, miembro de la Junta desde 1993. KALMANOVITZ, en publicaciones del Banco y externas a él, ha insistido una y otra vez en que la presencia del ministro en la Junta y su carácter de presidente de la misma limitan la independencia del banco central, impiden la delimitación clara de responsabilidades y propiciar la introducción de objetivos distintos del antiinflacionario en las deliberaciones.

Al tener al Ministro de Hacienda como un miembro de la Junta, el Banco queda convertido en

... una institución de supuesto objetivo único –la estabilidad de precios–, presidida por otra, mucho más fuerte, con objetivos múltiples, algunos de ellos incompatibles con este objetivo fundamental (KALMANOVITZ, 1997, p. 30).

La calidad de miembro prominente del Gobierno, y el hecho de ser presidente de la Junta –caso único en un banco central independiente– le darían al Ministro un poder exagerado sobre la determinación de la agenda, la posibilidad de posponer temas inconvenientes para el Gobierno y de oponerse a las posiciones de la Junta, dentro o fuera de ella.

La coordinación, que ha sido la justificación de la presencia del ministro en la Junta del Banco, no funciona en un país donde el Gobierno no espera dividendos políticos de la lucha antiinflacionaria, como sí sucedería en países que han sufrido hiperinflaciones recientes o cuyos gobiernos tienen la posibilidad de reelección y, por lo tanto, trabajan con un horizonte de más largo plazo.

Algunos incidentes que han trascendido a la opinión pública apoyan esta posición. En algún momento, RUDOLF HOMMES, ministro de Hacienda en el período 1990-1994 les “recetó” *Valium* a los miembros de la Junta, como una forma de calmarla y lograr así que atemperara sus críticas al excesivo gasto del Gobierno. Uno de los codirectores le devolvió el favor recomendándole al gobierno que “rebajara la dosis” de *Activim*, que parecía estar tomando.

Posteriormente, los ministros PERRY y OCAMPO, en el gobierno de ERNESTO SAMPER (1994-1998), tuvieron varios enfrentamientos con la Junta, que llevaron al primero de ellos, en una actitud excepcional<sup>1</sup>, a apartarse públicamente de la posición de aquella respecto al momento oportuno para realizar una modificación de la banda cambiaria. OCAMPO, por su parte, acuñó la expresión “el sobreajuste monetario” para referirse a una política monetaria que era, a su juicio, innecesariamente restrictiva.

La discrecionalidad que tiene cada presidente de la República para cambiar en su mandato dos de los codirectores también ha sido criticada por esta corriente. La autonomía de la Junta del Banco se vería menguada, no sólo porque sus miembros tratarán de mostrarse complacientes con el Ejecutivo para no ser cambiados, sino porque el presidente aprovechará esa oportunidad para relevar de sus cargos a aquellos que más disientan de la posición oficial.

El procedimiento para el nombramiento de los codirectores puede dar origen a situaciones en las cuales la

---

1 Lo tradicional en la Junta del Banco es tomar las decisiones por consenso.

mayoría de los miembros de la Junta sean nombrados por el presidente de turno. Tal fue el caso en 1997 durante el gobierno de ERNESTO SAMPER (1994-1998). En esta ocasión, gracias a la renuncia anticipada de uno de los codirectores, el presidente pudo nombrar tres miembros en la Junta, todos, funcionarios de alto rango de su administración.

La fuerza que las posiciones gubernamentales adquirieron con la presencia de cuatro miembros de la “cuerda” del Presidente<sup>2</sup> fue, según algunos, la explicación de que

... a mediados de 1997, fuera puesta en práctica una nueva política monetaria basada en tasas de interés bajas y depreciación monetaria para estimular el crecimiento (ALESINA, CARRASQUILLA y STEINER, 2000, p. 14) (traducción nuestra).

Según estos críticos, la recesión que se inició en Colombia en 1998, si bien estuvo asociada a factores internacionales, fue agudizada por las actuaciones del Banco de la República, pues con su generosa política monetaria propició el endeudamiento de las empresas y los hogares, aumentando la vulnerabilidad del sector financiero y de la economía en general frente a la política contraccionista que se vio en la necesidad de implantar en 1998:

Nuestra hipótesis es que una relación de más distancia entre el Gobierno y el Banco Central podría haber llevado a una política monetaria más prudente y haber reducido la intensidad del ciclo<sup>3</sup> (ALESINA, CARRASQUILLA y STEINER, 2000, p. 14) (traducción nuestra).

---

2 Los tres codirectores de origen samperista y el ministro de Hacienda hacían mayoría.

3 ANTONIO HERNÁNDEZ, uno de los codirectores nombrados por SAMPER, ha calificado de injusta tal acusación. Ha argumentado que el crecimiento monetario, medido por el agregado más amplio, estuvo dentro de los límites definidos antes de los nombramientos samperistas, y que los crecimientos de la base monetaria fueron la respuesta adecuada a un aumento anormal de la demanda de efectivo.

Esa distancia entre el Ejecutivo y el Banco es menor que la evidenciada por las reglas formales de origen constitucional o legal. Han hecho carrera procedimientos informales como la remisión de una carta del presidente de la República a la Junta expresando sus preferencias con antelación al nombramiento de gerente. Es claro que la no obligatoriedad de tal “guiño” no le resta significación como método de presión en una decisión que la ley dejó en manos de la Junta.

En esta perspectiva, el Banco aparece con una independencia limitada, enfrentado a una fuerte hostilidad del Ejecutivo, del Legislativo y de algunos estamentos de la sociedad<sup>4</sup>, y sin ningún apoyo de parte de la política fiscal en su esfuerzo de estabilización monetaria y cambiaria.

Su autonomía estaría socavada, fundamentalmente, por el Gobierno. Además de la presencia del ministro en la Junta y de la discrecionalidad del presidente para cambiar los miembros que no son de su agrado, el Ejecutivo tiene incentivos para presionar una política expansionista que aumente las utilidades que el Banco debe transferirle. La vocería que detenta el ministro le permite presentar, ante los medios, versiones que hacen ver al Banco como el responsable de los costos que la sociedad debe pagar para corregir desequilibrios macroeconómicos. Declaraciones de un tono semejante por parte de los presidentes, en las cuales muestran su desacuerdo con la política monetaria, le restan credibilidad al Banco, dificultando la toma de decisiones totalmente independientes.

---

4 La base política del banco central estaría constituida por el sector financiero y los ahorradores. En cambio, Gobierno, Congreso y sindicatos son vistos como enemigos de un banco central independiente. Los primeros quisieran tener el control de la política monetaria para ponerla al servicio de sus intereses. Por su parte, los líderes sindicales no tienen ningún incentivo para apoyar la lucha del Banco en pro de la estabilidad de precios. Se sienten cómodos en un ambiente inflacionario que, gracias a su poder de negociación, no deteriora el ingreso real de sus representados y, más bien, les permite realzar su lucha sindical (KALMANOVITZ, 1997, pp. 29 y 31; 2003, p. 65).

Dos argumentos de economía política han sido utilizados por KALMANOVITZ para sustentar su posición. El uno tiene que ver con el excesivo centralismo de los países latinoamericanos, y el otro con la injusticia asociada al impuesto inflacionario.

Cualquier limitación a la independencia del banco central sería una limitación al funcionamiento de las instituciones democráticas, pues impide que la autoridad monetaria actúe como contrapeso al excesivo poder del Gobierno, y dificulta la lucha antiinflacionaria, con lo cual permite que el Gobierno siga financiándose con un impuesto no pactado con los representantes de la sociedad: “Un impuesto despótico, caótico y, a veces regresivo” (KALMANOVITZ, 2000, p. 33).

Mientras más independencia tenga la autoridad monetaria, más se estará reforzando la democracia al mejorar el equilibrio entre los poderes y al forzar al Gobierno a financiarse en una forma transparente.

Otro argumento de esta misma vertiente alude a la similitud entre las altas cortes de justicia y la autoridad monetaria. El mismo razonamiento utilizado para defender la independencia y el carácter despolitizado de las cortes debería ser válido para el caso del banco central: ambos distribuyen bienes meritorios. Las primeras imparten justicia, el segundo ofrece la estabilidad de precios, y con ello evita la injusticia implícita en un proceso inflacionario, en el cual los más perjudicados son los más débiles económicamente.

La defensa de la independencia absoluta va asociada, generalmente (y el caso colombiano no es la excepción) a la condena del activismo, entendido éste como la utilización de la política monetaria y cambiaria para estabilizar el producto. KALMANOVITZ cita a EDMUND PHELPS para apoyar su idea de una política monetaria preocupada sólo del mediano y largo plazo: “El ciclo económico es no sólo inherente (al capitalismo) sino que es necesario para purgar al sistema de sus más profundos desequilibrios”

Un antecesor de esta postura fue ÓSCAR MARULANDA, miembro de la primera Junta del Banco, para quien los

esfuerzos de coordinación eran no sólo improductivos sino altamente dañinos. En aras de esa coordinación, la Junta había terminado asumiendo una actitud “acomodatícia”, y por la necesidad de llegar a acuerdos había sacrificado el criterio técnico, la oportunidad en las medidas y la posibilidad de alcanzar las metas. En cambio, la insistencia del Banco en la necesidad de mayor disciplina fiscal no había encontrado ningún eco en el Gobierno. MARULANDA señalaba también la inconveniencia de la presencia del ministro en la Junta y, sobre todo, de que fuera su vocero. En los casos en que la posición del Gobierno no era mayoritaria, las intervenciones del ministro eran, con frecuencia, no representativas y generaban confusión (MARULANDA, 1997, p. 22).

SERGIO CLAVIJO, quien llegó a la Junta Directiva del Banco en el Gobierno de ANDRÉS PASTRANA (1998- 2002), encarna otra concepción sobre el papel del Banco y su autonomía. CLAVIJO defiende la coordinación con el Gobierno y la presencia del ministro de Hacienda en la Junta.

El tema de la coordinación no es de ninguna manera opuesto, sino necesario y complementario, al objetivo fundamental de lucha contra la inflación [...] El Ministro resulta comprometido con la política monetaria, crediticia y cambiaria cuando éste hace parte de la Junta (CLAVIJO, 2000, pp. 5 y 6).

En una evidente descalificación a la posición de KALMANOVITZ, sostiene CLAVIJO que el ministro de Hacienda no tiene un poder especial por su calidad de presidente de la Junta:

En la práctica, su única ventaja proviene de no poder sesionar sin su presencia (o la del Viceministro, cuando éste asume sus funciones). Sin embargo, el Ministro no puede postergar por mucho tiempo la toma de decisiones, pues el estatuto de la Junta (art. 34) exige por lo menos dos sesiones al mes, y cualquiera de sus miembros puede convocar a sesiones extraordinarias de forma inmediata. La agenda se acuerda de manera colegiada y se trabaja estrechamente con el Viceministro Técnico, el



Subgerente Técnico del Banco y sus equipos económicos respectivos (CLAVIJO, 2000, pp. 7 y 8).

Partiendo de un diagnóstico sobre el proceso de desinflación vivido en Colombia desde 1997, que atribuye tal resultado al debilitamiento del sector productivo y al estallido de la burbuja especulativa generada en la primera mitad de los años 1990, CLAVIJO propone un replanteamiento de la política monetaria (CLAVIJO, 2000). Tal replanteamiento consulta la nueva realidad asociada al desmonte de la banda cambiaria<sup>5</sup>, y enfatiza como objetivo de tal política la consolidación, en el mediano plazo, de un proceso de reducción de la inflación que se inició, según él, como un proceso de “desinflación fortuita” (CLAVIJO, 2000, p. 54).

Esta reingeniería de la política monetaria implica una estrategia más gradual, más integral y con mayor discrecionalidad en el corto plazo. Los esfuerzos de la autoridad monetaria se concentrarán ahora más en asegurar una *tendencia* de desinflación que en lograr una meta anual. Esto, a su vez, le permitirá a la Junta una mayor discrecionalidad en su actuación diaria, y le dará la posibilidad de tener en cuenta todos los aspectos macroeconómicos al tomar sus decisiones<sup>6</sup>.

La anterior es una posición que representa un viraje en muchos aspectos. Ahora, el control de la inflación es el objetivo primordial, pero no el único de la autoridad monetaria. Además, en su búsqueda tiene que tomarse en cuenta todo el entorno macroeconómico, cambiario y financiero, así como la fase del ciclo que esté atravesando la economía.

---

5 El sistema de banda cambiaria fue abandonado en septiembre de 1999.

6 Uno de los críticos a la adopción de este nuevo esquema fue ALBERTO CARRASQUILLA, antes de convertirse en ministro de Hacienda, cargo que ocupaba en el momento de escribir estas líneas. Según CARRASQUILLA, el esquema de inflación objetivo “es un enfoque “posmoderno” que le otorga mucha discrecionalidad al banco central y le permite usar a su antojo la maquinilla de emisión, es decir, espacio para ejercer el pragmatismo” (2002, p. 108).

La coordinación con el resto de la política económica no aparece como un factor que entorpece la labor del Banco, sino como una condición necesaria para lograr una desinflación sostenible en el mediano plazo. De la inflexibilidad representada en metas anuales y en corredores monetarios y cambiarios se pasa a un entorno de discrecionalidad expresado en metas plurianuales<sup>7</sup>, en tasas de interés que actúan como variables operativas, y en metas de inflación de mediano plazo, como anclas nominales. De un fundamentalismo monetario se pasa a un esquema de discrecionalidad, basado en la comprensión técnica de los choques, y en una interpretación del mandato constitucional que parte de “un profundo conocimiento del ciclo económico de largo plazo y de su economía política” (CLAVIJO, 2000b, p. 64).

Encontrar textos como el siguiente, citado en un documento de un codirector del Banco (CLAVIJO, 2000b, p. 63), da una idea del cambio que se ha operado en estos últimos años:

Los bancos centrales no pueden ni deben ser totalmente independientes del gobierno, pues son los gobiernos, y no los banqueros centrales, los que terminan siendo responsables por la política económica y financiera del país. W. C. McDONOUGH, presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

Con la adopción de la estrategia de inflación objetivo en el 2000, la Junta se ha acercado más a este enfoque, que pudiera calificarse de mayor flexibilidad y coordinación que el que predominó en la década de los 1990.

En lo que sí ha habido consenso en todas las Juntas que han presidido la vida del Banco, es en que el excesivo gasto gubernamental y el consiguiente endeudamiento han exigido un mayor esfuerzo de la política monetaria y la han

---

7 Metas que ya no se expresan en objetivos puntuales sino en rangos, como una expresión de la mayor flexibilidad de la estrategia monetaria actual.

hecho menos eficaz. La Junta ha visto a la política fiscal como un factor que ha dificultado el manejo monetario y cambiario tanto en la fase de expansión como en la de recesión. Buena parte de la exagerada expansión del gasto en la primera mitad de los 1990 fue atribuida a un Ejecutivo engolosinado con los prospectos de una bonanza petrolera y de un endeudamiento fácil.

Cuando el Banco quiso frenar la senda de expansión, el Gobierno primero se opuso y luego decidió que el ajuste debía hacerlo el sector privado. Esa actitud exigió de parte de la autoridad monetaria una política más restrictiva que la que hubiera sido necesaria en caso de haber tenido su colaboración.

La sola existencia de un abultado déficit fiscal disminuye la credibilidad de las metas del Banco y reduce espacio monetario y crediticio para el sector privado, acentuando los efectos de cualquier intento de política restrictiva.



## CAPÍTULO SÉPTIMO

### LAS PRINCIPALES CRÍTICAS A LA POLÍTICA CAMBIARIA Y MONETARIA DEL BANCO

#### I. CRÍTICAS AL MANEJO CAMBIARIO

La política cambiaria de la primera parte de los años 1990 ha estado sometida a críticas de sentidos opuestos. Para algunos, los esfuerzos para frenar la revaluación fueron insuficientes; para otros fueron excesivos.

Los primeros consideraban que el Banco debería haber evitado el fuerte descenso de la tasa de cambio real que se dio en esa época y que hizo perder competitividad a las exportaciones colombianas.

Para esta corriente, el Banco, al permitir la revaluación, había creado el escenario para el crecimiento excesivo del gasto y del endeudamiento asociados a la crisis de finales de los años 1990.

Pero la Junta defendía su actuación con la tesis de que las nuevas circunstancias –entrada masiva de capitales, mejora en los términos de intercambio y hallazgos petroleros– habían disminuido el nivel de la “tasa de cambio real de equilibrio” de la economía colombiana; y que cualquier intento de mantenerla en niveles superiores sería dañino e infructuoso. La devaluación inducida por el Banco, al ser percibida como insostenible, habría estimulado las expectativas de revaluación en los agentes económicos, quienes aumentarían su endeudamiento externo, frenarían los giros al exterior y

acelerarían los reintegros por exportaciones. La consecuencia sería una revaluación nominal. Esa caída en la tasa de cambio nominal, unida a la inflación que se desataría por el aumento en la demanda de bienes transables, devolvería la tasa de cambio real a un nivel compatible con las características fundamentales de la economía.

A quienes añoraban el antiguo régimen de minidevaluaciones, como uno que sí protegía la competitividad de la producción colombiana, el Banco les respondía aclarándoles que en ese esquema no se presentaba revaluación nominal pero sí real, cuando la inflación subía más que la devaluación.

El Banco aceptaba que las exportaciones eran sensibles a la tasa de cambio real y, por lo tanto, que los productos de exportación menos competitivos podían encontrar dificultades en su colocación externa. Pero la receta para aquellas actividades que enfrentaban una falta de competitividad a la tasa real vigente era la de “readecuarse” (CARRASQUILLA y JUNGUITO, 1993).

Pero mientras algunos criticaban al Banco por no haber impedido la revaluación, otros lo censuraban por haber traicionado su compromiso antiinflacionario en aras de frenar un proceso que reflejaba las nuevas circunstancias económicas. La política seguida por el Banco en el primer quinquenio de los años 1990 era, según ellos, equivocada, pues

... debió pensar más en reducir la inflación que en defender el valor del peso que se estaba revaluando debido a factores reales, como las bonanzas de petróleo y gas (KALMANOVITZ, 1999, p. 69).

La decisión del Banco de utilizar los controles al endeudamiento externo para frenar la revaluación fue blanco de fuertes críticas por parte de dos codirectores de la época.

HERNANDO JOSÉ GÓMEZ consideraba que el acceso a los recursos externos era positivo para el sector financiero

porque “ayuda a que los establecimientos de crédito puedan mejorar su capacidad de negociación con los grandes ahorradores corporativos” (HERNANDO JOSÉ GÓMEZ, 1996c, p. 33). No encontraba justificación a la imposición de trabas al endeudamiento externo de plazos superiores a un año<sup>1</sup>, siempre que pudiera introducirse “una competencia con estándares internacionales de reglamentación y de encajes” (HERNANDO JOSÉ GÓMEZ, 1996c, p. 35).

ÓSCAR MARULANDA desarrolló una crítica mucho más radical tratando de demostrar que los controles al crédito externo tenían tantos problemas que terminaban siendo una opción más alejada de la solución óptima que las OMAS de esterilización, asociadas a la estrategia cambiaria inicial.

Esas medidas son nocivas porque permiten la postergación de las correcciones a los desequilibrios fundamentales, que son la verdadera causa del endeudamiento, y reducen la transparencia del mercado y la eficiencia en la asignación de los recursos. La burocracia y la tramitología que las acompañan generan más costos para la economía y una discriminación a favor de aquellos que tienen un mayor poder de *lobby*. Por último, MARULANDA se apoya en la experiencia para recordar que esos mecanismos de control pierden toda eficacia con el tiempo (MARULANDA, 1995).

Durante los episodios de apreciación de la tasa de cambio que se vivieron a partir de 2004, se escucharon nuevamente las peticiones de devaluación. El Banco respondió haciendo uso del mismo aparato conceptual que había utilizado en los años 1990 y rechazando la idea de que la culpa de la revaluación era de la política monetaria.

Según la Junta, faltaba señalar la parte de culpa que correspondía al excesivo gasto del Gobierno, que atraía

---

1 Los controles al endeudamiento externo, que consistían en un depósito previo al desembolso del crédito, se aplicaron inicialmente a préstamos con plazos menores a diez y ocho meses, pero fueron ampliando su universo hasta cobijar todos los créditos de vencimientos menores a sesenta meses.

recursos externos por dos vías: endeudamiento externo y alza de las tasas de interés por presión en el mercado interno.

En la crisis de finales de los 1990, la autoridad cambiaria recibió críticas relacionadas con los desplazamientos de la banda cambiaria, con los esfuerzos para mantenerla y, luego, con el momento elegido para desmontarla.

Para algunos, los desplazamientos mandaban un mensaje de fragilidad respecto al compromiso cambiario vigente. Refiriéndose al movimiento de la banda en diciembre de 1994, KALMANOVITZ advertía que debido a esa decisión

... los agentes debieron involucrar en sus expectativas, de aquí en adelante, que la banda era vulnerable y que sería movida si vulneraba el programa monetario en ambos sentidos (KALMANOVITZ, 1999, p. 52)

El movimiento de septiembre de 1998 fue criticado, además, por insuficiente. Para demostrar que no se había quedado corto, el Banco argumentó que aun en el escenario más pesimista –aquel en el que no se lograra privatizar ninguna empresa del sector público y se cerrara el financiamiento de largo plazo para el sector privado– el nivel de reservas internacionales seguiría siendo muy holgado (Banco de la República, 1998).

Aunque las presiones cambiarias se iniciaron desde mediados de 1998, el Banco sólo soltó la banda cambiaria en septiembre de 1999. Para algunos analistas, esa insistencia en mantenerla había obligado a la Junta a permitir un alza brutal de las tasas de interés, que había golpeado violentamente el crecimiento y el empleo. Según ellos, ese disparo de las tasas, si bien tenía su origen en la coyuntura internacional, “se vio agravado en Colombia por la estrategia de defensa del sistema de bandas cambiarias” (CLAVIJO, 2000, p. 61).

La Junta basaba su renuencia a acabar con el sistema de banda cambiaria en el temor a una sobrereacción del mercado cambiario, que podía originar una secuencia de crisis cambiaria, crisis financiera y recesión.



El desequilibrio fiscal y el de cuenta corriente, los problemas del sector financiero y la crisis internacional conformaban un terreno abonado para una crisis de confianza y una fuerte especulación si se dejaba libre el tipo de cambio.

La Junta argumentaba que, en ese escenario, las alzas de la tasa de interés que se presentarían al soltar la banda cambiaria serían mayores que las que estaban siendo necesarias para mantenerla.

El 25 de septiembre de 1999, el Banco decide romper su compromiso cambiario argumentando, de un lado, la aparición de factores que lo hacían insostenible y, de otro, el cambio positivo en algunas condiciones internas y externas<sup>2</sup>.

No obstante, esa decisión recibió críticas de adentro y de afuera del Banco. Los codirectores ANTONIO HERNÁNDEZ y LUIS BERNARDO FLÓREZ coincidieron en que la decisión de desmontar la banda se había tomado en un momento inapropiado y contradiciendo todos los anuncios de la Junta en las semanas precedentes (HERNÁNDEZ y FLÓREZ, 1999). En efecto, en comunicados de prensa y en actas de reuniones de agosto y septiembre de ese año, la Junta se ratificaba en que no existía razón para cambiar las políticas monetaria y cambiaria vigentes; y que en caso de una modificación, ésta debía hacerse en un momento de tranquilidad cambiaria. Ésa no era propiamente la situación en el momento del desmonte. Al principio de la semana en que se tomó la decisión, la banda fue objeto de fuertes ataques especulativos.

El hecho de que la suspensión del sistema cambiario vigente no fuera seguida de devaluaciones abruptas, dio pie para que los críticos del Banco afirmaran que

---

2 El acuerdo con el Fondo Monetario Internacional y el acceso a recursos del Banco Mundial y del BID eran avales que mejoraban el nivel de confianza en la economía colombiana. Además, gracias a la devaluación previa al desmonte, la tasa de cambio estaba cerca de su nivel de equilibrio.

todos los temores que habían frenado el desmonte eran infundados.

La Junta del Emisor ha tenido que soportar en diversas oportunidades las presiones para que parte de las reservas internacionales se use en la reestructuración de la deuda externa.

Desde sus comienzos, el gobierno de URIBE hizo propuestas en ese sentido. El Presidente sugería que las reservas internacionales eran excesivas y enfatizaba su costo. En consecuencia, proponía

... invertir los eventuales excedentes de las reservas internacionales, fiscalmente costosos, para lograr su mejor utilización económica y social (Banco de la República, 2003, p. 2).

La operación implicaba la liquidación de parte de las reservas internacionales invertidas en bonos en el exterior, y la compra, con esos recursos, de bonos de deuda externa colocados en el mercado internacional. Después de dar una vuelta por el mercado financiero, el Banco recibía TES a cambio de entregar reservas internacionales.

La argumentación del Gobierno, los parlamentarios y algunos analistas se centraba en el tema financiero. Mantener reservas internacionales tenía un alto costo de oportunidad, medido por la diferencia entre la baja rentabilidad de los activos financieros en que estaban invertidas<sup>3</sup> y los costos de la deuda externa colombiana.

La perspectiva del Banco era más amplia: tenía en cuenta los costos pero también los beneficios de contar con un alto nivel de reservas internacionales.

Según sus análisis, la operación propuesta tenía unos resultados financieros inciertos y unas consecuencias macroeconómicas claramente negativas.

---

3 Asociada al hecho de estar invertidas en activos de bajo riesgo y alta liquidez.

El estado de pérdidas y ganancias del Banco se mejoraba por tener ahora inversiones con un retorno mayor, pero el *spread* de la deuda externa colombiana se elevaría por el aumento en el riesgo país asociado a la disminución en el nivel de reservas internacionales. Ese aumento en el costo de la deuda externa que se contratara en el futuro hace que los mercados anticipen un deterioro en las finanzas del Gobierno y disminuyan la demanda de sus bonos. En ese momento, los títulos que el Banco había aceptado como pago de las reservas internacionales se desvalorizan y su balance se deteriora.

Pero si el análisis financiero no arroja una conclusión cierta sobre los resultados de la operación propuesta por el Gobierno, los análisis macroeconómicos sí son contundentes sobre sus consecuencias negativas.

La disminución de las reservas internacionales aumentaría en los mercados el temor a una cesación de pagos. Esa desconfianza se materializaría en un aumento del costo del endeudamiento y en un freno a la inversión extranjera, por los temores a una situación de iliquidez internacional del país y a la devaluación abrupta que se presentaría en esas circunstancias.

En últimas, esa operación aumentaría el costo del endeudamiento externo<sup>4</sup> y disminuiría su disponibilidad, llenando el entorno económico de incertidumbre y de pesimismo para la actividad privada.

## II. CRÍTICAS A LA POLÍTICA MONETARIA

El Banco ha recibido críticas de los suyos cuando ha tenido una política monetaria expansiva, y de los de afuera cuando la ha tenido restrictiva.

---

4 Ese aumento podría llegar a ser mayor que el ahorro del costo de oportunidad que sirvió de justificación para la operación.

La política asociada a dos episodios de amplia liquidez y bajas tasas de interés (1992-1994 y 1996-1997) fue descalificada por ÓSCAR MARULANDA –en su carta de despedida– quien consideraba que la Junta había confundido la obligación constitucional de coordinación con la de ceder ante las presiones para mantener los agregados monetarios “en la parte generosa del espectro de posibilidades” (MARULANDA, 1997, p. 24).

MARULANDA calificaba de irresponsable la política monetaria seguida desde mediados de 1996, en la medida que las bajas tasas de interés inducirían más gasto y más endeudamiento en un momento en el cual el deterioro en la calidad de la cartera hacía aconsejable una política monetaria opuesta.

SALOMÓN KALMANOVITZ acusaba a la política monetaria de ese período (1996-1997) de haber frenado la recuperación. Las bajas tasas de interés habían elevado el déficit en cuenta corriente y, en consecuencia, las expectativas de devaluación, abortando la recuperación (KALMANOVITZ, 1999b).

En un artículo de mayo de 1998, ANTONIO HERNÁNDEZ, quien hacía parte de la Junta en ese momento, defiende la actuación del Banco en lo que respecta a este último episodio. Rechaza el calificativo de laxa para la política monetaria de 1997, haciendo notar que la liquidez de la economía (M3 + Bonos) –que es el agregado relevante en cuanto a su impacto sobre el gasto– estuvo dentro del corredor<sup>5</sup>.

Según HERNÁNDEZ, es injusta la crítica que atribuye a la política monetaria la aparición de presiones sobre la tasa de cambio y la persistencia en el gasto excesivo. Según los modelos del Banco, la liquidez no se relaciona, a corto plazo, con la devaluación<sup>6</sup>; y el gasto está determinado más por la tasa activa que por la pasiva.

---

5 Pueden coincidir altos crecimientos de la Base con bajos crecimientos de la liquidez, si el multiplicador de la liquidez se está reduciendo.

6 El Banco admite, sin embargo, que en épocas de turbulencia interna o externa,

En esa coyuntura concreta, la reducción de las tasas activas –que son las relevantes para explicar el comportamiento del endeudamiento y el gasto– estaba más asociada a la disminución de los costos de fondeo por una recomposición de pasivos<sup>7</sup>, a la mayor competencia y a la escasa dinámica de la demanda de fondos prestables, que a la supuesta laxitud de la postura de la Junta (HERNÁNDEZ, 1998).

La política monetaria fue de “ajuste” en dos ocasiones en la década de los años 1990: la primera, en el período que va desde comienzos de 1995 hasta la mitad de 1996, y la segunda, en 1998.

En ambas ocasiones, ese ajuste fue considerado “excesivo” por varios analistas.

Respecto al primer período, uno de los miembros de la Junta descalificaba las críticas por partir de una interpretación incorrecta del comportamiento de los agregados monetarios. Éstos estaban por debajo del corredor, como consecuencia de la disminución en la demanda de cuentas corrientes y de CDT, y no por decisión del Banco. Por su parte, el alza de las tasas de interés había sido mayor de la prevista debido a la incertidumbre política y al consiguiente aumento de las expectativas de devaluación (HERNANDO JOSÉ GÓMEZ, 1996).

Para algunos, la política monetaria de 1998 fue la culpable de la subida desmesurada de las tasas de interés que, al ocasionar un frenazo del gasto, llevó a la economía a su peor crisis en un siglo.

El Banco afirmaba que en un escenario de escaso ahorro interno y suspensión de los flujos de financiamiento externo, el ajuste del gasto era inevitable por la absoluta imposibilidad de financiarlo (CABALLERO, 2001)

---

la liquidez facilita las presiones sobre la tasa de cambio.

7 Disminución de CDT y aumento de las cuentas de ahorro.

La crisis internacional había encontrado a la economía colombiana con fuertes desequilibrios internos. En esas circunstancias, una política monetaria que diera pie a expectativas de mayor inflación o devaluación habría dado lugar a una crisis mucho más costosa en términos de PIB y de empleo.

Las críticas a la política monetaria sobre su cuota de responsabilidad en el gasto excesivo que precedió a la crisis de 1998 han sido respondidas por el Banco con argumentos que hacen alusión a la inevitabilidad del aumento del gasto en las nuevas circunstancias y al papel desestabilizador de la política fiscal.

Para explicar la parte de ese gasto que se dedicó al consumo, el Banco acude a las teorías del ingreso permanente y del ciclo de vida. A niveles bajos de ingreso, cuando hay expectativas de aumento y posibilidades de endeudamiento el gasto se dispara.

En Colombia, la reforma del sector financiero y la apertura de la cuenta de capitales disminuyeron las restricciones de liquidez. Si a esos factores se suma la apertura comercial, tenemos la explicación del desmesurado aumento del consumo (Banco de la República, 1994a).

Pero es de anotar que el Banco considera que el aumento del consumo ocasionado por el desmonte de las restricciones de liquidez

... no necesariamente debería ser visto como algo negativo, ya que simplemente es el reflejo de que el consumo es ahora menos volátil que antes (Banco de la República, 1994a, vii).

Ante ese crecimiento desaforado del gasto privado, era necesaria una austeridad fiscal que no se dio. La disminución del ahorro privado no fue compensada por un aumento del ahorro público y se produjeron los desajustes macroeconómicos que hicieron a la economía especialmente vulnerable al choque externo.

El endeudamiento asociado al exceso de gasto público presionó la revaluación y, en consecuencia, el margen de maniobra para una política monetaria restrictiva.

A partir de 1999, especialmente desde el Congreso, se criticaba al Banco por no tener una actuación más decidida en el proceso de reactivación de la economía. Se pedía una mayor emisión, una revisión al alza de la meta de inflación y crédito más abundante

Las emisiones masivas eran vistas por el Emisor como un torpedo y no como una ayuda a la recuperación. La inflación que podía generarse le restaría poder adquisitivo a los trabajadores, minaría la credibilidad en el peso, se convertiría en un obstáculo a la inversión productiva y desestabilizaría la economía. En ese nuevo escenario, cualquier síntoma de recuperación desaparecería.

La modificación hacia arriba de la meta de inflación, según los estudios del Banco, tiene poco impacto directo en el crecimiento económico, pero lo afecta indirectamente y en forma negativa.

En la medida que ese cambio dé pie a mayores expectativas de inflación, se producirá un alza en las tasas de interés –con el consiguiente impacto negativo sobre el costo de la deuda pública y privada– y un punto de referencia más alto para las negociaciones salariales. Todos esos efectos dificultarían la recuperación (CABALLERO, 2001).

La sociedad debía entender, además, que las acciones del Banco para apoyar la reactivación pierden efectividad debido al alto nivel de incertidumbre de los agentes económicos después de la crisis.

El Banco no consideraba justa la acusación de que su política era la culpable del bajo crecimiento de la cartera.

La explicación estaba relacionada, más bien, con factores asociados a la crisis, que desestimulaban la oferta y la demanda de crédito. La crisis había aumentado la percepción de riesgo de los intermediarios financieros por la acumulación de cartera vencida, había deteriorado su patrimonio y reducido el valor de las garantías. Por

su parte, los clientes del sistema financiero tenían temor a endeudarse, por las malas experiencias de la crisis y la incertidumbre del momento. La renuencia a prestar de parte de las instituciones crediticias y a pedir prestado por parte de empresas y familias, había roto el canal de crédito (URRUTIA, 1999b).

La autoridad monetaria consideraba que su mejor aporte a la reactivación de la economía era lograr un bajo nivel de inflación y un clima de estabilidad cambiaria.

La reducción de la inflación eleva los salarios reales y la tasa de cambio real, y las bajas tasas de interés (asociadas a esa inflación baja) aumentan el ingreso disponible. Así se creaban las condiciones para impulsar la demanda agregada y, por esa vía, la recuperación de la actividad económica (Banco de la República, 1999).



## CAPÍTULO OCTAVO

### LA CARTILLA DEL BANCO

#### I. LA TEORÍA

En las publicaciones del Banco no son muy abundantes los artículos sobre el sustento teórico de las actuaciones de la Junta, pero queda claro que éste comparte las premisas fundamentales de la teoría clásica y, en menor medida, los de la keynesiana, con ciertas salvedades.

La idea clásica de que sólo en el largo plazo los agregados monetarios se relacionan de manera estable y predecible con la inflación, y la afirmación friedmaniana sobre los rezagos largos y variables de la política monetaria, están presentes en la cartilla de nuestra autoridad monetaria.

Este soporte teórico está detrás de la afirmación reiterada de que, en el tema de la inflación, el Banco puede comprometerse con resultados de largo plazo, pero no de corto.

En términos de la Nueva Teoría Clásica de la Política Monetaria, el Banco no puede controlar los componentes transitorios (controles de precios, fijación de salarios, etc.) y aleatorios (anormalidades climáticas o de otra índole que afectan la oferta agregada) que determinan el comportamiento de los precios en el corto plazo. Por lo tanto, su responsabilidad se circunscribe al control de la trayectoria de largo plazo de la inflación, la cual está asociada a la tasa de crecimiento del dinero y a la tasa permanente de crecimiento del PIB (POSADA, 1997).

Esta teoría respalda un principio general de la actuación del Banco: se responde a los choques de demanda, pero no a los de oferta<sup>1</sup>.

Si bien el pensamiento de la Junta es de corte friedmaniano, algunos técnicos del Banco se apartan de esa corriente. JAVIER GÓMEZ sigue a los postkeynesianos cuando afirma que –contrario a lo sostenido por FRIEDMAN– la relación positiva que se da en el largo plazo entre agregados monetarios, precios y tasa de interés está desprovista de una causalidad ineludible. En su concepto, tal relación causal sólo se presentaría cuando el ancla nominal de la política es un agregado monetario. Si el ancla nominal es la tasa de cambio o se está en un esquema de inflación objetivo, la inflación no será un fenómeno monetario. En el primer caso, estará determinada por las modificaciones de la tasa de cambio y por la inflación externa; en el segundo, la inflación dependerá de la meta y de la credibilidad en ella<sup>2</sup> (JAVIER GÓMEZ, 2006).

El Banco ha sido reiterativo en explicar su imposibilidad de lograr cambios permanentes en las variables reales: PIB, nivel de empleo, tasa real de interés y tasa de cambio real.

En ese punto, se apoyan en la versión moderada de la Nueva Economía Clásica<sup>3</sup> y en la teoría keynesiana, las cuales sostienen –la primera por la demora en el ajuste de las expectativas y la segunda por la inflexibilidad de los costos a corto plazo– que la política monetaria puede tener efectos temporales sobre el PIB y el empleo.

En consecuencia, siempre se recalcó la inconveniencia de la utilización de la política monetaria y cambiaria para

---

1 Este discurso resulta un poco incongruente con la elección del IPC –afectado por factores de oferta y de demanda– como el indicador para evaluar el desempeño de la política monetaria.

2 Ésta podría ser una explicación del buen comportamiento de la inflación en los últimos años, a pesar del alto crecimiento de los agregados monetarios

3 La versión extrema afirma que dada la existencia de expectativas racionales, la política monetaria no tiene efectos sobre las variables reales *ni a corto ni a largo plazo*.

modificar las tasas reales de interés o la tasa de cambio real, cuando no ha habido cambios en los fundamentales que apoyen esa modificación.

En esos casos, la política monetaria expansiva o las intervenciones en el mercado cambiario, que buscan reducir la tasa real de interés o presionar la devaluación, son ineficaces y tienen un sesgo inflacionario.

La insistencia del Banco en la persistencia y la credibilidad como factores de éxito de la política monetaria son parte del esquema teórico asociado a la Nueva Teoría Clásica de la Política Monetaria (POSADA, 1997), el cual, a su vez, sirve de base al enfoque de inflación objetivo.

En esta estrategia, la persistencia, entendida como la firmeza para mantener la meta de inflación ante aumentos del nivel de precios producidos por devaluación, presiones de demanda o aumentos en la inflación de alimentos, es el requisito más importante para mantener la estabilidad de precios (VILLAR, 2001).

La confianza de los agentes nacionales e internacionales en el compromiso antiinflacionario de la autoridad monetaria se convierte en un factor clave para el éxito de la política cuando hay movilidad de capitales –que aumenta el riesgo y la intensidad de los ataques especulativos contra la moneda nacional– y cuando se está operando dentro de un esquema de inflación objetivo que exige de la autoridad monetaria la capacidad de conducir las expectativas de los agentes hacia la meta de inflación.

Este enfoque lleva implícito –al contrario de la Teoría Clásica tradicional– la idea de la no neutralidad de la política monetaria. Una política monetaria laxa, al enviar a los mercados un mensaje de no compromiso con la lucha antiinflacionaria y de poca firmeza para insistir en el mantenimiento de la meta, genera incertidumbres que afectan los mercados monetario y cambiario y las perspectivas de crecimiento de la economía.

La elección de una estrategia de inflación objetivo significa un alejamiento de MILTON FRIEDMAN, quien la consideraba

un enfoque demasiado discrecional. Hay una vaguedad en las responsabilidades de la política monetaria en vez de “responsabilidades claramente asignadas y reglas definidas” (KALMANOVITZ, 2002, p. 25).

La adopción de ese esquema ha ido aparejada con un discurso que, además de la credibilidad, enfatiza el papel de la comunicación.

En una de sus primeras “Notas Editoriales” en su calidad de gerente general, JOSÉ DARÍO URIBE se ocupó del tema. Con una perspectiva de economía política, el gerente señala que la comunicación apoya la independencia del banco central, en la medida que la rendición de cuentas reconcilia autonomía con democracia:

La separación del Banco de las presiones políticas, para ser acorde con las expectativas de una sociedad democrática, requiere la rendición de cuentas ante la sociedad y la transparencia de la institución (URIBE, 2005, p. 5).

URIBE ve en la comunicación un elemento que aumenta la eficacia de la política monetaria:

Cuando se tienen metas cuantitativas de inflación, se hace evidente rápidamente que la política monetaria tiene un éxito en alcanzar sus metas de inflación, si tanto el público como los mercados financieros comprenden los factores que afectan la inflación y las decisiones de política que adopta la Junta (URIBE, 2005, p. 5).

Una buena comunicación, al difundir información sobre los objetivos, instrumentos, actividades y políticas de la autoridad monetaria, reduce la incertidumbre de los mercados y hace más difícil que la autoridad monetaria ceda a la tentación de producir sorpresas de política.

Sin embargo, el nuevo gerente señala también los problemas que pueden derivarse de este esfuerzo de transparencia. Por una parte, está el peligro de una sobrerreacción de los

mercados frente a la información del Banco. Por otra, la dificultad de que un público no familiarizado con el análisis económico y con el concepto de incertidumbre entienda que los análisis y proyecciones de la autoridad monetaria están sujetos a choques y eventos que no pueden ser previstos con exactitud.

## II. LOS OBJETIVOS

El primer objetivo de la política monetaria es, según la Constitución, el control de la inflación.

Desde siempre el Banco ha insistido en que el compromiso con ese mandato no ha implicado una posición autista respecto a los demás aspectos de la realidad económica. Así lo afirma la Junta en un informe al Congreso de la República, en los inicios de los años 1990:

La adopción de una estrategia claramente antiinflacionaria no deja, en consecuencia, de consultar la prioridad de otras áreas de la política macroeconómica (Banco de la República, 1993, p. 15).

En igual sentido se pronuncia uno de los Codirectores del Banco en su carta de despedida:

Esta Junta, mucho más de lo que creen algunos de sus críticos de oficio, ha tratado siempre de tener una visión global e integral del impacto de su política (HERNANDO JOSÉ GÓMEZ, 1997, p. 16).

El hecho de que las metas de política monetaria, crediticia y cambiaria se definan en un ejercicio de programación conjunta ha sido señalado por el Emisor como una circunstancia que impide cualquier posición aislacionista.

Es claro que el discurso del Banco en relación con sus fines ha ido evolucionando hacia una posición en la que los objetivos diferentes del antiinflacionario van teniendo cada vez más importancia.

Para algunos, este cambio está muy relacionado con el fallo de la Corte Constitucional que le recordaba al Banco que en sus decisiones debía tener en cuenta, además de la búsqueda de la estabilidad de precios,

... otros objetivos de política de raigambre constitucional, como puede ser la búsqueda del pleno empleo o la distribución equitativa de los beneficios del desarrollo (sent. C-481/99).

La adopción de una estrategia de inflación objetivo es otro elemento que debe estar presente en cualquier intento de explicación sobre la evolución del pensamiento de la junta. Sin olvidar que en este esquema el hilo conductor de las decisiones de política es el logro de la meta de inflación, “ese objetivo no puede ser independiente de la solidez del sistema financiero y del ciclo económico” (CLAVIJO, 2000b, p. 60).

Cada vez es más clara la idea de que la lucha antiinflacionaria se justifica en la medida que sirva para aumentar el crecimiento y el empleo. Se afirma entonces que la política monetaria tiene como objetivo

... mantener la capacidad adquisitiva de la moneda para lograr las mayores tasas posibles de crecimiento económico y generación de empleo, en coordinación con la política económica general (Banco de la República, 2000b, p. 8).

El énfasis en la supremacía de la lucha antiinflacionaria va cediendo el paso a un enfoque en el que otros objetivos están en pie de igualdad al del control de precios.

Es común, a partir del 2000, encontrar en las “Notas Editoriales” de la Revista del Banco de la República o en los informes de la Junta Directiva al Congreso de la República textos en los que la estabilidad de precios, el empleo y el crecimiento tienen una importancia similar.

En textos posteriores, los logros en el tema de precios ya no tienen la supremacía, pues aparecen como igualmente

importantes los resultados en otras áreas. Se acepta que las decisiones de política se toman con el propósito de garantizar

... el cumplimiento de las metas de inflación y la maximización de largo plazo del crecimiento de la economía y el empleo (Banco de la República, 2001a, p. 9).

Hay párrafos en los que el Banco pone su función contracíclica al mismo nivel que la de garantizar la estabilidad de precios:

El fin primario de la política monetaria es lograr y mantener una tasa baja de inflación, en la forma de una meta cuantitativa y al mismo tiempo buscar la estabilidad del producto agregado alrededor de su tendencia de largo plazo (Banco de la República, 2005b, p. 7).

Pero en algunos de sus escritos el Banco va más allá. De un discurso en el que la utilización de los instrumentos tenía la reducción de la inflación como su principal objetivo, y el impacto de esa lucha sobre el crecimiento sólo como una preocupación, se pasa a uno en que se invierte la ubicación de esos dos elementos en la estrategia:

La estrategia monetaria se sustenta en el sostenimiento de una tasa de interés de intervención compatible con el crecimiento, pero que igualmente tiene en cuenta su efecto sobre los precios (Banco de la República, 2001c, p. 115).

La misma tónica se nota cuando al referirse a su actuación en el 2001 afirma que la política monetaria

... buscó apoyar el mayor crecimiento posible de la economía sin perjuicio de su compromiso con la meta de inflación (Banco de la República, 2002d, p. 7).

En una perspectiva que era impensable al comienzo de su vida independiente, el Banco invierte el orden tradicional

entre el control de la inflación y el apoyo al crecimiento económico. Refiriéndose a los objetivos de la política monetaria en 2002, la Junta afirma que ésta

... continuó orientada a la búsqueda del mayor crecimiento económico y al logro de la meta de inflación (Banco de la República, 2003b, p. 9).

Del mismo tenor es la declaración de que su política en 2004 había tenido como objetivo el máximo crecimiento del PIB y del empleo compatibles con la estabilidad de precios (Banco de la República, 2005c).

No todos han visto la reducción de la inflación colombiana como un mérito del Banco de la República. Para algunos, el quiebre definitivo en la tendencia inflacionaria de la economía colombiana sólo se dio por la recesión de finales de los años 1990 y principios del siglo XXI. El Banco acepta la influencia de la recesión en el control de la inflación, pero insiste en que la contracción de la actividad económica no garantiza la reducción de la inflación, como lo demuestran las experiencias de Argentina, Brasil y Perú en los años 1980. Con desequilibrios macro, las economías sufren recesión e inflación al mismo tiempo. La recesión tiene un efecto positivo sobre la inflación sólo si no hay grandes desajustes macroeconómicos.

La recesión contribuyó a desacelerar la inflación gracias a que [...] se contó con un programa económico tendiente a garantizar la estabilidad macroeconómica en el mediano plazo (Banco de la República, 2000c, p. 80).

En un momento en que la inflación está en niveles bajos (4% - 5%), el Banco insiste en la necesidad de llevarla al 3% aceptado internacionalmente como deseable. Aclara que la persistencia en esta lucha no es producto de una "obsesión" (VILLAR, 2000), si no que obedece más bien a una convicción –apoyada en estudios del Banco para el período



1950-2000—de que en Colombia existe una relación negativa entre inflación y crecimiento y, en consecuencia, su mejor contribución a una recuperación sostenible es la reducción de la inflación.

Por otra parte, quienes ajustan sus precios (incluidos los salarios) confiados en la firmeza del Banco para lograr metas decrecientes de inflación se verían perjudicados si esas metas no se cumplen. Una actuación de ese tipo minaría la credibilidad en el Banco, un activo que ha costado mucho esfuerzo construir

### III. POLÍTICA MONETARIA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

La política monetaria no puede contribuir de manera directa al crecimiento de largo plazo de la economía, pero sí de manera indirecta, al lograr la estabilidad de precios.

Éste ha sido el discurso del Banco en lo que se refiere a su aporte al crecimiento económico. Un crecimiento sostenible en el largo plazo depende de factores como la cantidad y preparación de la fuerza laboral, el acervo de capital físico, la eficiencia en la asignación y administración de los recursos, la tasa de ahorro, la capacidad de absorción de la tecnología, la calidad de las instituciones y el grado de apertura y exposición a la competencia (Banco de la República, 2000a).

La estabilidad macro es un marco necesario para guiar la conducta de los agentes económicos hacia la obtención de esos determinantes directos del crecimiento. La autoridad monetaria hace su aporte a esa estabilidad desde el punto de vista de la política monetaria.

El Banco ha demostrado, por dos vías, la importancia de su papel en el proceso de crecimiento económico: a. Señalando los canales que relacionan la estabilidad de precios y de tasas de interés con ese proceso, y b. Enfatizando los perjuicios de una inflación alta y variable para el crecimiento económico.

Una inflación baja y estable contribuye al uso más eficiente de los recursos productivos; al disminuir la incertidumbre, mejora la calidad de las decisiones económicas, en particular, las relacionadas con el ahorro y la inversión de largo plazo, apoyando, de paso, el desarrollo del sector financiero y del mercado de capitales.

Una inflación controlada representa un estímulo para la inversión –factor clave para el crecimiento económico– en la medida que apoya bajas expectativas de devaluación<sup>4</sup> y bajas tasas de interés de largo plazo<sup>5</sup>.

Al contrario, una inflación alta y variable aumenta los niveles de incertidumbre sobre la evolución futura de rentabilidades, salarios y pagos reales, induciendo a los agentes a cometer mayores errores en la asignación de sus recursos.

La inflación no sólo afecta negativamente el crecimiento económico sino la distribución de sus frutos. Al disminuir los ingresos reales de los receptores de rentas fijas y de los asalariados con menor poder de negociación, y al golpear con más fuerza a los tenedores de riqueza más líquida<sup>6</sup>, provoca una redistribución arbitraria del ingreso y la riqueza con un sesgo de mayor inequidad.

Hay, en el discurso del Banco, un énfasis en los efectos nocivos de los “aumentos permanentes y predecibles” de la inflación sobre el sistema financiero. La inflación constituye un impuesto sobre los saldos monetarios de los bancos. Si ese impuesto se traslada a los ahorradores, se agudiza una

---

4 La relación que hace el Banco: bajas expectativas de devaluación-estímulo a la inversión puede no ser tan clara en el caso de los inversionistas nacionales, para los cuales una devaluación baja representa un factor de pérdida de competitividad dentro y fuera del país.

5 Las tasas de interés de largo plazo dependen en Colombia de las expectativas de inflación y de devaluación, y de la prima de riesgo asignada al país por los inversionistas extranjeros. El Banco ha insistido en que su aporte al logro de tasas de largo plazo bajas y estables tiene que ver con la reducción de las expectativas de inflación y no con un generoso suministro de liquidez.

6 La evidencia empírica muestra que los activos líquidos representan una mayor proporción en los patrimonios más bajos que en los más altos.

selección adversa en contra de ellos, incentivando más la demanda de créditos que el ahorro. La opción de cargar ese costo al precio del crédito o al margen de ganancias va en detrimento de la función intermediadora del sistema financiero.

La incertidumbre asociada a unas expectativas de inflación alta y creciente puede significar una disminución tal de los retornos reales del sistema financiero que lleve a un racionamiento del crédito (Banco de la República, 2002a).

A las argumentaciones teóricas el Banco ha añadido soportes provenientes de estudios internacionales que demuestran que los países con bajas tasas de inflación son los que logran más altas tasas de crecimiento y de progreso en indicadores sociales; y que las políticas monetarias laxas no facilitan la inversión productiva y el crecimiento (STANLEY FISHER. "The role of macroeconomics factors in growth", cit. en MIGUEL URRUTIA, 1995).

Para el caso colombiano el estudio más citado sobre el tema es el de JOSÉ DARÍO URIBE, en el que se muestra que en el período 1951-1992, las épocas de mayor crecimiento en Colombia coinciden con aquellas en que la inflación se reduce (URIBE, 1994).

Las críticas más reiteradas de parte del Banco en el tema de la relación inflación-crecimiento han sido contra ciertas interpretaciones de la Curva de PHILLIPS que la consideran válida para el corto y el largo plazo. El Banco aclara que sólo es válida en el corto plazo y para niveles bajos de inflación. Acepta que, como lo señala la versión moderna de tal relación entre inflación y crecimiento, los aumentos sorpresivos de la inflación pueden generar incrementos temporales de la actividad productiva, pero lo logran

... a través del engaño de ciertos agentes económicos, en su mayoría los más débiles [y] ese engaño difícilmente puede ser permanente (URIBE, 2001, p. 46).

Ante las peticiones de una política monetaria expansiva como forma de reactivar la economía<sup>7</sup>, el Emisor ha respondido con una lista de factores estructurales y coyunturales en cuya remoción, a su juicio, se encuentra la clave de tal reactivación.

A las trabas fundamentales típicamente económicas como la vulnerabilidad de la economía frente a los choques externos, el fuerte crecimiento del gasto público y su bajo grado de eficiencia, y el bajo nivel de profundización del sector financiero, el Banco ha añadido, en los últimos años, los problemas de orden público y factores institucionales, como la debilidad del Estado, el bajo respeto a la ley, y la corrupción.

El enfoque monetarista de la tasa de interés es parte del aparato teórico que subyace en la negativa del Banco a “apoyar” el crecimiento con expansiones monetarias. Los monetaristas distinguen tres efectos de los cambios monetarios sobre la tasa de interés. El efecto liquidez, el efecto renta, y el efecto Fisher o de expectativas de inflación. Una expansión monetaria por encima de la requerida por el aumento en la demanda de dinero producirá un primer efecto de reducción de la tasa de interés, debido a la abundancia de liquidez (efecto liquidez). Un poco más adelante, cuando la mayor emisión se convierta en gasto y en ingreso, la demanda de dinero aumentará y con ella, la tasa de interés (efecto renta o ingreso). Si, además, este aumento del gasto presiona la inflación presente y la esperada, la tasa subirá aún más (efecto Fisher o de expectativas de inflación).

A partir del esquema anterior, el Banco explica que un aumento de la liquidez si bien logra bajar la tasa de interés en el corto plazo, puede terminar llevando a la economía a tasas más altas que las iniciales, con el agravante de que el efecto Fisher tiene su principal impacto sobre las tasas de largo plazo, que son las pertinentes para el ahorro y la inversión.

---

7 Especialmente después de la recesión que se inició a fines de los años 1990.

Siguiendo ese razonamiento, la reducción de las tasas de interés a punta de aumentos excesivos de liquidez perjudicarán, en vez de ayudar, al crecimiento.

En la coyuntura recesiva de finales de los años 1990, los frenos al crecimiento se asociaban, en el discurso del Banco, a los cambios macroeconómicos de la primera parte de la década: disminución del ahorro público y privado, fuerte aumento del endeudamiento que estalla en la crisis de financiamiento de 1997 a 1999, incremento de la violencia y pérdida de confianza de los colombianos en el futuro del país.

Alegando que el crecimiento depende de las acciones para enfrentar los problemas mencionados y no de una política monetaria expansiva, el Banco sostuvo que una inflación controlada y una tasa de interés baja eran su mejor aporte a la reactivación. Esa contribución se hacía

... sin pretender inducir un estímulo insostenible sobre la economía mediante una expansión monetaria sorpresiva (Banco de la República, 2000b, p. 5).

Los mandamientos del Banco –insistiendo siempre en su visión de largo plazo del funcionamiento económico– respecto a ese tema son los siguientes: (URIBE, 2001).

1. La aceptación de mayores niveles de inflación no trae beneficio alguno.

2. Mayor inflación no significa mayor crecimiento.

3. Las acciones para evitar que la inflación aumente no frenan el crecimiento económico.

4. Inflación baja y alto crecimiento económico no son incompatibles

#### IV. LIMITACIONES DE LA POLÍTICA MONETARIA

En varias de sus publicaciones, la autoridad monetaria ha explicado al público las circunstancias que han dificultado

su lucha antiinflacionario o han impedido que asuma un papel contracíclico.

En cuanto a la lucha antiinflacionaria, el Banco ha insistido en que su tarea se ha visto entorpecida por el bajo apoyo a su labor, por las dificultades para lograr credibilidad, y por el escaso aporte de la política de precios y salarios al logro de una inflación baja y estable.

El haber soportado por más de 25 años una inflación moderada, persistente e inercial ha hecho que los agentes económicos aprendan a convivir con ella. La sociedad ha desarrollado mecanismos de indexación para reducir los costos de la inflación. Eso le impide ser plenamente consciente de sus perjuicios y explica su renuencia a aceptar los costos de reducirla.

Una de las “Notas Editoriales” de la revista del Banco, afirmaba que los colombianos no percibíamos los costos de la inflación porque “la hemos vuelto una forma de vida” (Banco de la República, 1998b, p. 5). Y en uno de sus informes al Congreso de la República, la Junta enfatizaba la importancia de que

... la sociedad acepte que es necesario hacer sacrificios en el presente para romper el comportamiento secular de la inflación (Banco de la República, 1997, p. 6).

Cuando era codirector, HERNANDO JOSÉ GÓMEZ se quejaba de esta falta de compromiso de la sociedad, señalando que

... en Colombia no somos capaces de lograr un consenso mínimo alrededor de la necesidad de mantener políticas monetarias y fiscales consistentes [con tasas de crecimiento elevadas e inflaciones de un solo dígito] (HERNANDO JOSÉ GÓMEZ, 1996, p. 28).

El Banco encontraba que su tarea estabilizadora era menos exitosa en la medida que varios factores conspiraban contra su credibilidad. El primero de estos factores tuvo que ver

con la forma como se fijó la primera meta (1991). Sin ningún estudio técnico y haciendo caso omiso de su carácter inercial, el ministro de Hacienda de la época fijó una meta que implicaba la reducción de diez puntos porcentuales en un año. Durante tres años la meta del 22% no pudo ser alcanzada, con la consiguiente pérdida de credibilidad para la nueva autoridad monetaria (KALMANOVITZ, 1999b).

El esfuerzo de coordinación con las áreas de política manejadas por el Gobierno y la falta de voluntad de éste para reducir su gasto son elementos que le han dificultado al Banco su lucha por ganar credibilidad.

En la medida que el déficit fiscal sea visto como no sostenible, una política monetaria comprometida con la reducción de la inflación se ve como no creíble. Por otro lado, cuando el Gobierno se niega a ajustar sus finanzas, el peso del ajuste recae principalmente sobre el sector privado. La viabilidad de una política que significa tan altos costos para la actividad productiva privada empieza a ser cuestionada.

El Banco se queja con frecuencia de la política de fijación de precios y salarios. Ha insistido en la necesidad de no hacer reajustes superiores a la suma de los aumentos de productividad más la meta de inflación. Los frecuentes aumentos salariales por encima de ese tope –tanto en el sector privado como en el sector público– y las alzas en los servicios públicos por encima de las metas propuestas por el Banco<sup>8</sup> han sido señalados por éste como escollos para lograr una senda descendente en la inflación.

En cuanto a la posibilidad de hacer política monetaria anticíclica, el Emisor ha señalado las limitaciones que son comunes a los países en vía de desarrollo y aquellas particulares de las coyunturas colombianas que le ha tocado lidiar en su nueva etapa como banco central independiente.

En general, la dificultad de hacer política anticíclica en países emergentes está relacionada con la presencia

---

8 Asociadas, a veces, con el desmonte de los subsidios.

de déficits fiscales y externos, con el alto endeudamiento externo y con un fuerte “pass-through” de tasa de cambio a inflación.

En esas circunstancias, el intento de contrarrestar un choque negativo con una política fiscal de aumento del gasto o de reducción de impuestos, o con una política monetaria de bajas tasas de interés, resultaría contraproducente. Esas acciones afectarían negativamente la percepción sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas y del balance externo. La consecuencia es una salida masiva de capitales y un crédito externo más costoso y reducido. La devaluación que allí se origina acelera la inflación y aumenta la fragilidad financiera de los endeudados en dólares y de los bancos que los tienen como clientes.

En consecuencia, y en contra del sentido común, las políticas monetaria y fiscal recomendadas en las crisis no son expansivas sino de ajuste, para generar confianza y credibilidad de parte de los mercados internacionales.

En la fase expansiva de principios de los años 1990, en la crisis de finales de la esa década y en la recesión que se inició en 1999, el Banco encontró limitaciones de diversa índole para atenuar el comportamiento cíclico de la economía.

En la época de expansión, cuando una entrada masiva de capitales alimentó un crecimiento excesivo del gasto, la política monetaria no pudo subir las tasas de interés para frenarlo. Eso hubiera estimulado, aún las más, la entrada de capitales y acelerado la revaluación. Un compromiso implícito en el sistema cambiario vigente hasta 1994 y uno explícito asociado a la banda cambiaria impidieron la aplicación de una política contraccionista.

El choque externo de 1998 encontró al país con fuertes desequilibrios macroeconómicos y con un grave deterioro de la situación de orden público.

El Banco consideró que, en esas circunstancias, sólo una política de ajuste mantendría la confianza en el país y la credibilidad en sus autoridades económicas. En vez de



compensar la disminución y encarecimiento de los recursos externos con un aumento de la liquidez interna, optó

... por el mal menor manteniendo las tasas altas de manera temporal y creando las condiciones para que se pudieran reducir posteriormente en una forma sostenible (VILLAR, 2001, p. 21).

La defensa del ajuste, aun aceptando el sacrificio de corto plazo en términos de menor crecimiento, se basaba en sus efectos positivos sobre la balanza de pagos y sobre la solidez del sistema financiero, condiciones necesarias para el crecimiento de largo plazo.

El Emisor manifestó su compromiso con la reactivación, pero señalando las limitaciones que le imponía el nuevo régimen cambiario. Con una tasa de cambio flotante, las expansiones monetarias excesivas se traducen en mayor devaluación, la cual presiona la inflación presente y la esperada. Estas alzas elevan las tasas de interés, lo cual frena el gasto y, por ende, la recuperación de la economía.

Además, su esfuerzo para ayudar a la reactivación perdía efectividad, según el Banco, por la desconfianza y la incertidumbre de los agentes económicos después de la crisis. El temor al futuro por parte de familias y empresas se tradujo en una renuencia a endeudarse. Por su parte, los bancos sentían temor de comprometer sus recursos en proyectos cuyo futuro se veía incierto.

La ruptura del canal de crédito impidió que la expansión monetaria se tradujera en crédito y, en esa medida, perdió su efecto dinamizador de la demanda.

En las publicaciones más recientes, el Banco parece más consciente de las limitaciones derivadas de la naturaleza misma de su quehacer.

Reconoce los problemas de calidad y oportunidad de la información que sirve de insumo a los estudios del equipo técnico, el carácter parcial e impreciso de los análisis que

proveen los modelos, y el alto grado de incertidumbre en todas las etapas del proceso de diseño y aplicación de la política monetaria (Banco de la República, 2005d).

Como consecuencia de la aceptación de estas limitaciones, el Banco ha sufrido cambios en su discurso. En una enumeración de los elementos que debían formar parte del arsenal para enfrentar la incertidumbre, aparecen “el desarrollo de la técnica” y “la intuición” como herramientas igualmente importantes (Banco de la República, 2005d).

En la explicación del proceso de elaboración del informe trimestral de inflación, “el buen juicio” está al lado de la información económica, los pronósticos y las simulaciones, como un elemento de igual relevancia (Banco de la República, 2005d, p. 10).

## V. POLÍTICA MONETARIA E INFLACIÓN DE ACTIVOS

En este tema, el Banco ha sido de la escuela de BEN BERNANKE, hoy presidente de la Reserva Federal, quien considera la inflación de activos y, en términos más generales, la volatilidad en los precios de los activos, como una de las fuentes más importantes de inestabilidad económica, pero cree que su control tiene más costos que beneficios.

Los auges en los precios de los activos son un estímulo al gasto y al endeudamiento excesivos. Cuando esos precios caen, se producen desajustes que afectan no sólo al sector financiero y bursátil sino a la actividad económica real.

Sin embargo, la incorporación del tema en el diseño de política monetaria tiene muchas dificultades. El aparato técnico de que dispone la autoridad monetaria no es todavía lo suficientemente sofisticado para determinar cuál es el grado de alejamiento de los precios respecto a su nivel de equilibrio, y cuál es el nivel a partir del cual se ha iniciado una burbuja. Tampoco se cuenta con las herramientas de diagnóstico que permitan precisar si el aumento de los precios de los activos proviene de causas reales o es producto de

la especulación. Sin esos elementos, es imposible actuar con la precisión que la naturaleza de las burbujas requiere.

Un alza de la tasa de interés en un momento inapropiado puede hacer abortar un proceso de expansión sano o, si se da cuando la burbuja ha empezado a colapsar, puede agravar las consecuencias para el sector real.

Por otro lado, la certeza de una intervención de la autoridad monetaria para frenar la caída de la Bolsa anima la especulación.

En el reciente episodio de inflación de activos en Colombia, el Banco señala factores adicionales para justificar su pasividad.

El alza en los precios de la vivienda se considera una recuperación después de su caída durante la crisis. Además, un nuevo desplome no tendría consecuencias tan graves como las del ocurrido a mediados de los años 1990, porque el nivel actual de endeudamiento de los propietarios es muy bajo.

En lo que se refiere a una posible destorcida de las acciones, el Banco piensa que tendría un efecto limitado sobre la economía, pues éstas sólo representan el 1% del patrimonio de los hogares.

En lo que toca a los TES, el Banco es consciente del fuerte impacto que tendría una desvalorización de esos papeles para el sector financiero –su principal tenedor– pero piensa que la prevención del riesgo corre por cuenta del propio sector. Una evaluación adecuada y permanente de los riesgos de mercado asociados con estos activos es la mejor forma de minimizar los efectos del desinfe de la burbuja.

Hay un argumento interesante en una de las “Notas Editoriales” de la revista del Banco para justificar la renuencia de la Junta a subir las tasas de interés con miras a frenar la inflación de activos. Se refiere a la dificultad de justificar esa alza ante el público cuando el PIB está creciendo a buen ritmo y la inflación está controlada<sup>9</sup> (Banco de la República, 2006).

---

9 Parece que al Banco no lo convencieron los consejos de RONALD KOHN, miembro de la Junta de la Reserva Federal de Estados Unidos, quien era claro al afirmar

En términos generales, el Banco no considera el control de la inflación de activos como parte de su objetivo:

No es obvio que la política monetaria deba responder a variaciones del precio de los activos, pues al tratar de hacerlo podría incrementar la volatilidad de la actividad real (Banco de la República, 2006, p. 11).

Y sólo actuará en la medida que ella afecte el IPC:

La política de tasas de interés debe manejarse con base en una evaluación integral de las perspectivas de inflación al consumidor, dentro de la cual los precios de los activos son sólo un elemento (Banco de la República, 2006, 289).

La responsabilidad del tema se les endosa a las entidades encargadas de la supervisión financiera, que deben evitar que los agentes sometidos a su control se embarquen en procesos que puedan llevar al desencadenamiento de posibles burbujas.

## VI. LA POLÍTICA FISCAL

Desde el comienzo, el nuevo banco central independiente miró con preocupación la dinámica del gasto público e hizo solicitudes reiteradas para que se redujera su ritmo de crecimiento.

En 1993, la Junta decidió

... comunicarle al gobierno la necesidad de revisar hacia abajo las metas de gasto público para 1994 a fin de asegurar la congruencia de la política fiscal con la política monetaria y cambiaria (Banco de la República, 1994b, xxiii).

---

que no se deben evitar decisiones de política por el hecho de que sean difíciles de explicar (Banco de la República, 2005e).

El déficit fiscal fue visto siempre por el Banco como un obstáculo para un manejo macroeconómico sano, y como un factor que le restaba eficacia a la política monetaria y le dificultaba cualquier acción anticíclica<sup>10</sup>.

A partir de cierto nivel, ese desajuste fiscal induce preocupación en los tenedores de la deuda pública sobre su sostenibilidad. Este fenómeno, agregado a la presión por recursos internos y externos que la financiación del déficit exige, introduce elementos distorsionantes en los mercados monetarios, cambiarios, crediticios y de capitales.

En esas circunstancias, el logro de una estabilidad monetaria y cambiaria se vuelve más difícil.

En la primera parte de los 1990, esa preocupación estaba alimentada por la existencia de un entorno cuyos elementos presionaban en forma desmesurada el gasto público.

Las normas referentes a la descentralización y a la seguridad social exigían mayores erogaciones del Estado, y las expectativas de bonanza petrolera estimulaban la tendencia a reglamentar tales principios constitucionales suponiendo una restricción presupuestal muy superior a la conveniente.

Había temor a un uso poco pulcro y eficiente de los recursos por parte de las administraciones regionales y en consecuencia se enfatizaba la necesidad de “crear mecanismos eficientes para la fiscalización y utilización de los recursos de las regiones” (Banco de la República, 1994a, vi).

Los porcentajes crecientes de los ingresos corrientes de la Nación que deberían ser traspasados a los municipios<sup>11</sup>, les daban una dimensión mayor a las consecuencias negativas del mal uso de esos recursos.

---

10 Cuando se presenta esta situación se dice que la política monetaria está dominada por la situación fiscal.

11 Según cálculos del Banco, este porcentaje crecería gradualmente hasta ubicarse en 40,5% en 2002.

En forma premonitoria, el Emisor alertaba sobre el aumento del gasto público que podría derivarse del proceso de descentralización. Un aumento en las transferencias de recursos sin el correspondiente aumento de responsabilidades se traduciría en una duplicación de gastos.

Por otra parte, en la medida que los mayores ingresos indujeran a las administraciones locales a subir su nivel de endeudamiento, era más probable una crisis de las finanzas estatales.

Las inquietudes sobre la idoneidad de los entes regionales se extendía al manejo de las regalías petroleras. Uno de los codirectores de la época pedía

... la participación de todas las fuerzas sociales quienes (*sic*) deben, mayoritariamente, estar de acuerdo respecto a la urgencia de recuperar el ahorro en la economía, sanear las finanzas públicas y darle un manejo austero a los ingresos adicionales que recibirá el país por las exportaciones de petróleo (HERNANDO JOSÉ GÓMEZ, 1996a, p. 41).

El Banco justificaba su insistencia en la reducción del gasto del Gobierno, aduciendo que esa situación dificultaba el logro de la estabilidad monetaria y cambiaria. Cuando el crecimiento del gasto es percibido como insostenible por los mercados internacionales y las calificadoras de riesgo, se pierde la credibilidad no sólo en las autoridades fiscales sino en las monetarias.

Los agentes económicos asocian gasto público excesivo con una inflación más alta proveniente de la presión sobre no transables y de la financiación con emisión primaria –que en mayor o menor tiempo– tendrá que asumir la autoridad monetaria. En esas condiciones el público pierde credibilidad en la meta de inflación y su logro se vuelve menos probable. La política monetaria pierde eficacia.

Las autoridades monetarias sentían que las autoridades fiscales también les dificultaban la tarea al no cumplir su parte en la programación financiera o al desarrollar una política de precios inadecuada.

Para justificar el no cumplimiento de la meta en 1996, la Junta hizo notar que mientras las variables monetarias y cambiarias de control –agregados monetarios, cartera, tasa de cambio– habían estado dentro de los supuestos iniciales, el déficit fiscal se había salido de ellos. En varias ocasiones se señaló a la inflación de los precios controlados<sup>12</sup> como uno de los culpables de no haber alcanzado la meta.

En conclusión, el Banco consideraba que la situación fiscal había obligado a la política monetaria a cargar con todo el peso de la estabilización.

El Banco ha expresado sus reservas sobre el papel cumplido por la política fiscal en las distintas fases del ciclo económico.

En la fase de expansión de la primera parte de los años 1990, la política monetaria perdió margen de maniobra por la revaluación que acompañó tal auge.

La política fiscal en vez de ayudar a suavizar ese proceso de apreciación de la moneda, lo intensificó.

En una época de altos ingresos fiscales, el sector público hubiera podido generar superávits y utilizarlos para prepagar deuda externa, frenando la revaluación.

Pero el Gobierno, al incurrir en déficits, produjo el efecto contrario. HERNANDO JOSÉ GÓMEZ, miembro de la primera Junta se quejaba de esta actuación en los siguientes términos:

Sería conveniente que el gobierno central no acaparara todo el ahorro público, obligando al sector privado a complementar todo su defecto de ahorro con recursos externos y reduciendo su nivel de inversión” (HERNANDO JOSÉ GÓMEZ, 1996c, p. 27) (L1-96).

El desorden fiscal, al absorber una porción del ahorro interno, era culpable, en parte, del alto endeudamiento externo del sector privado y de su consiguiente efecto revaluador.

Dicho de otra manera, la falta de voluntad del Gobierno por generar ahorro tenía buena parte de la culpa del bajo

---

12 Arrendamientos, educación, salarios oficiales, combustible y transporte.

nivel de ahorro nacional y del déficit externo, que es la otra cara de la moneda<sup>13</sup>.

En ese sentido, a partir de 1993, el Banco insistirá

... en una revisión cuidadosa y urgente de la situación fiscal con el fin de aliviar la presión sobre el déficit externo y así evitar que se acentúe en Colombia los síntomas nocivos de la enfermedad Holandesa (Banco de la República, 1999a, p. 17).

La secuencia gasto desbordado-déficit-endeudamiento profundizaba la revaluación por otras vías. La financiación del déficit terminaba aumentando la oferta de divisas ya fuera por el alza de las tasas de interés internas, debido a la presión sobre los fondos nacionales, o por el endeudamiento externo.

El abultado y creciente déficit fiscal no sólo agudizaba la revaluación sino que dificultaba cualquier acción de la autoridad monetaria para frenarla.

Los intentos de producir una mayor devaluación, en un entorno de desequilibrio fiscal, se traducirán en mayor inflación. La compra de divisas por parte del Emisor, al generar más liquidez, estimulará el gasto privado. Sólo un esfuerzo del Gobierno por reducir su gasto puede evitar que el gasto total aumente y presione los precios. Si se decide esterilizar los nuevos recursos de emisión, subirá la tasa de interés. Pero si la presión del Gobierno sobre el ahorro interno disminuye, se evitará que el alza sea tan significativa que presione la inflación vía costos.

La crisis que se desató en 1998 fue enfrentada por el Banco con una política de ajuste que, según él, hubiera tenido unos costos sociales y financieros mínimos si el gasto público “se

---

13 La expresión “bajo nivel de ahorro” puede entenderse como una situación en la que el ahorro es menor que la inversión que requiere la economía. A partir de la identidad macroeconómica fundamental es posible demostrar que el déficit en cuenta corriente es otra faceta del mismo fenómeno.



hubiera contraído de manera suficiente y oportuna” (Banco de la República, 2000a, p. 6).

Unas finanzas públicas en orden hubieran permitido un ajuste menos intenso, por varias razones. La desconfianza de los mercados respecto a la economía colombiana hubiera sido menor y la presión sobre el escaso ahorro interno, también. En consecuencia, las tasas de interés hubieran subido menos y la actividad productiva se hubiera visto menos afectada.

La política fiscal, al no contribuir al ajuste, había descargado toda la responsabilidad y el peso de éste en la política monetaria y en el sector privado (Banco de la República, 2000a).

En el período de poscrisis, el Banco hacía notar que mientras la política monetaria ofrecía todo su apoyo a la reactivación, la política fiscal la frenaba. Mientras el Emisor hacía más fáciles las condiciones financieras “con el fin de contribuir al fortalecimiento de la actividad productiva y la generación de empleo” (Banco de la República, 2000a, p. 6), el sector público dificultaba el logro de esos objetivos por la creciente demanda de recursos financieros.

El recorte del gasto público que recomendaba el Banco como el mejor aporte de la política fiscal a la reactivación, y que parecía contradecir la teoría keynesiana al respecto, era defendido con diversos argumentos.

La recomendación keynesiana de aumentar el gasto público para estimular la demanda era válida para aumentos temporales de ese gasto. En Colombia, por el contrario, los aumentos que se estaban presentando desde comienzos de los años 1990 eran de carácter estructural, fundamentalmente de funcionamiento y transferencias.

Ese incremento del gasto, en la medida que no estuviera acompañado de aumentos en los ingresos de largo plazo, generaría en los agentes económicos expectativas de mayores impuestos, lo cual disminuiría el valor presente neto de su ingreso disponible. El gasto privado, principal motor de la reactivación, se reduciría.

El desorden en sus finanzas obliga al sector público a una creciente demanda de recursos. El alza en la tasa de interés que esa presión provoca desplaza a la actividad privada. Los altos rendimientos que ofrecen los papeles del Estado en esta situación inducen al sector financiero a invertir en TES en vez de aumentar su cartera. La consecuencia es una menor oferta de crédito para el sector privado<sup>14</sup> con su consiguiente efecto negativo sobre la reactivación.

Según el Banco, la política fiscal estaba llamada a desempeñar un papel más definitivo en la reactivación que la política monetaria. Unas finanzas públicas ajustadas generan en los agentes económicos expectativas de menor inflación y devaluación y, por ese medio, logran una baja en la tasa de interés de largo plazo, que es la pertinente para las decisiones de inversión. Al contrario, la política monetaria sólo controla la tasa de interés de corto plazo.

En la argumentación del Banco está siempre presente la idea de que el gasto público es menos eficiente que el gasto privado. Por lo tanto, cualquier esfuerzo por reducir el primero, en la medida que esa disminución amplía las posibilidades de aumentar el segundo, implica una reasignación de recursos hacia usos más productivos, ayudando así a la reactivación de la economía.

Las sugerencias del Banco para el saneamiento de las finanzas públicas van más en la dirección de reducir los gastos que en la de aumentar los ingresos. Si bien recomendaba las privatizaciones y las disminuciones en los subsidios, lo hacía más por la búsqueda de mayor eficiencia en la asignación y administración de los recursos que por la de una solución al problema fiscal, dada la naturaleza no permanente de esos recursos.

---

14 La estructura de activos que resulta de este proceso introduce una alta fragilidad en las finanzas del sector financiero al ponerlo a depender de las oscilaciones en el precio de un solo activo.

El acopio de recursos a través de reformas tributarias era criticado porque suponía una transferencia hacia actividades de menor impacto sobre el crecimiento.

El crecimiento del PIB público, consecuencia de ese mayor gasto, no se traducían en mayor actividad real

... puesto que el producto sigue más de cerca el comportamiento de la actividad privada (Banco de la República, 2002d, p. 13).

Además, si como ocurría frecuentemente, la disminución en la capacidad de ahorro del sector privado que los nuevos impuestos significaban no era compensada por un aumento en el ahorro público, mayores tributos significarían menor ahorro nacional.

Las consecuencias negativas del aumento en los impuestos sobre las posibilidades de crecimiento eran evidentes.

## VII. CAMBIOS EN LA CARTILLA

El discurso de nuestra autoridad monetaria, cambiaria y crediticia ha evolucionado hacia una posición más flexible y una óptica más amplia de su labor.

Sin embargo, ese cambio no debe verse como una desviación respecto a su misión constitucional sino como una reinterpretación de su papel, en el sentido de medir el éxito de la política monetaria por su aporte a la estabilidad macro y no sólo por sus logros en el tema de la inflación.

Esa reevaluación de su mandato ha sido fruto del aprendizaje adquirido a través de su propia experiencia y de las ajenas. Producto de esa madurez, el Banco parece ahora más consciente de las limitaciones del aparato conceptual y del arsenal técnico de que dispone.

Las modificaciones, primero del régimen cambiario, y luego de la estrategia monetaria, lógicamente han tenido implicaciones en la óptica del Emisor. Ambos cambios le han permitido ser más claro en su lucha antiinflacionaria, pero a la vez tener una mayor flexibilidad para librarla.

El abandono de la banda cambiaria liberó al Banco de un compromiso, que en muchas oportunidades lo obligó a ser ambiguo en sus palabras y en sus actuaciones.

Por su parte, el cambio de una estrategia de metas intermedias a una de inflación objetivo ha significado el paso hacia un enfoque más amplio de la función de la autoridad monetaria, según el cual la política anticíclica y otros objetivos diferentes de la inflación van teniendo cada vez más importancia.

No obstante, en ciertos temas el pensamiento del Banco se ha modificado sustancialmente, sin que ello pueda atribuirse al cambio de la estrategia monetaria o cambiaria.

Tal es el caso de los controles al endeudamiento externo. En la primera parte de los años 1990, la Junta defendía el uso de ese instrumento alegando que, a diferencia de las restricciones cuantitativas, esta opción introduce unas distorsiones mínimas en la economía.

El control al endeudamiento externo era considerado, entonces, como un recurso válido para contrarrestar el efecto de una política monetaria contraccionista sobre los flujos de capital. El alza en las tasas de interés producida por un endurecimiento de la política monetaria estimula el endeudamiento externo al abaratarlo relativamente. Los controles contrarrestan esa atracción.

Empero, en el informe adicional que presentó al Congreso para explicar el desmonte de la banda cambiaria, a finales de 1999, la Junta tiene otra opinión. Considera que los controles a los flujos internacionales de capital no son una opción recomendable porque los mercados los ven como un viraje de la política, de "pésimo recibo en los mercados internacionales" (Banco de la República, 1999a, p. 26).

Algunas modificaciones en la cartilla del Emisor tienen que ver con el cambio en sus preocupaciones en la medida que las coyunturas le han presentado problemas diferentes.

Mientras en la primera parte de los 1990, sus esfuerzos se encaminaban a reducir la inflación y frenar la revaluación, a partir de 1995 su preocupación tenía que ver más con el gasto y el endeudamiento excesivos.

En la crisis de finales de los años 1990, el Banco se concentró en evitar una crisis cambiaria y desde comienzos del siglo XXI en apoyar la reactivación sin sacrificar estabilidad.

Los factores sociales y políticos estuvieron presentes en las explicaciones del Banco desde el comienzo de su vida independiente, pero en los últimos años ha incorporado más claramente el enfoque institucional a su discurso.

Desde mediados de la década de los 1990, HERNANDO JOSÉ GÓMEZ, a la sazón Codirector del Banco, veía con preocupación las ineficiencias que se generaban en la economía por culpa de los problemas de las instituciones públicas. La tramitomanía, la corrupción, la demora en los fallos de la justicia ocasionaban sobre costos a la actividad privada (HERNANDO JOSÉ GÓMEZ, 1996a).

En años recientes la Junta misma hace suya esta perspectiva en varios sentidos. Por un lado, expresa su inquietud por el deterioro del marco institucional colombiano:

En Colombia, la ausencia de confianza en el sector judicial, la inseguridad jurídica y la corrupción son altas para los estándares mundiales y algunas de ellas se han incrementado en los últimos años” (Banco de la República, 2002c, p. 16).

Pero, además, considera que este fenómeno se ha convertido en uno de los principales obstáculos al desarrollo económico. (Banco de la República, 2001 b).

A los determinantes tradicionales del crecimiento relacionados con la política macroeconómica, el Banco ha añadido otros institucionales como “seguridad, estabilidad de las reglas de juego y respeto a los derechos de propiedad” (Banco de la República, 2005b, p. 12).

KALMANOVITZ, quien ha sido el codirector que más ha recurrido al enfoque institucional en sus escritos, reconoce que para estimular la inversión es tan importante la estabilidad macroeconómica como la seguridad para los derechos de propiedad de los empresarios (KALMANOVITZ, 2002).

Para mostrar como el control de la inflación es un fin tan importante que el crecimiento, la generación de empleo o la distribución equitativa del ingreso, uno de los antiguos codirectores argumentaba que todos son del mismo nivel constitucional

... en la medida que las responsabilidades sobre los mismos han sido asignadas a autoridades que comparten el mismo rango en el arreglo institucional que para la organización del estado prevé la Constitución (MARULANDA, 1997, p. 20).

Para demostrar la superioridad del enfoque de política monetaria asociado al nuevo banco central independiente, éste ha utilizado recientemente conceptos tomados de la economía institucional. La tendencia hacia el desmonte de cualquier elemento de represión del sistema financiero, como la eliminación de las inversiones forzosas y la reducción de los encajes remunerados, es presentada como una forma de mejorar la calidad del aparato institucional colombiano en la medida que garantiza los derechos de propiedad.

En una "Nota Editorial" titulada "Las instituciones y el desarrollo económico", el Banco resalta la importancia de su independencia desde una perspectiva política e institucional.

La independencia del banco central resulta útil como parte integral de la separación de poderes que limita el poder central (Banco de la República, 2002b, p. 6).

En esta Nota, el Banco, recoge y hace suya la posición de JOHN ELSTER cuando afirma que un banco central independiente, al evitar que todas las políticas económicas estén en manos del Ejecutivo, ofrece a la sociedad los beneficios de la separación de poderes.

CAPÍTULO NOVENO  
EL BANCO DE LA REPÚBLICA  
Y LA CORTE CONSTITUCIONAL

La Corte Constitucional fue creada por la Constitución de 1991. A esta institución le fue conferida la atribución de interpretar la Constitución y, por lo tanto, de velar por que las decisiones y las leyes se ciñan a ella.

Las sentencias proferidas por este tribunal respecto al Banco de la República se han ocupado principalmente de definir el alcance de su independencia, y de precisar la naturaleza de sus relaciones con el Ejecutivo y el Legislativo.

La opinión general es que con sus fallos en esta materia, la Corte ha fortalecido la independencia del banco central. Hay dos fallos en los que esta intención es evidente. El uno declaró inexecutable un mandato de la Ley 31 de 1992<sup>1</sup>, que obligaba al Banco a fijar la meta de inflación en un nivel menor que el registrado en el año anterior (C-481 de 1999). Lo mismo sucedió respecto a la limitación que la ley le impuso al Banco en el sentido de no permitir la aplicación del control de las tasas de interés por más de 120 días en un año (C-208 de 2000).

La Corte conceptuó que ambas disposiciones violaban la autonomía técnica consagrada en la Constitución. La misma

---

1 La Ley 31 de 1992 desarrolló las normas constitucionales sobre el banco central.

tónica se observa en los fallos respecto a las atribuciones del Congreso, en los cuales queda claro que éste sólo puede definir criterios y principios generales respecto a las acciones del Banco, pero no directrices concretas.

No existe esa unanimidad, sin embargo, frente a un fallo proferido en 1999 respecto a la constitucionalidad del artículo 2.º de la Ley 31 de 1992, que define la finalidad del Banco como la de “velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda”

La Junta del Banco había interpretado el mencionado mandato como la obligación de velar “exclusivamente” por el control de la inflación. El peligro de que la Corte declarara inconstitucional tal interpretación parecía remoto, dadas las declaraciones de ese tribunal en el sentido de que en esos casos sólo se declararía la inexequibilidad cuando existiera una “protuberante inconstitucionalidad”.

En su fallo de 1999, la Corte precisó el alcance del mandato constitucional, afirmando que el control de la inflación es el objetivo primario, pero no el único del Banco Central. Calificó al esquema institucional nacido de la Constitución de 1991 como un modelo intermedio, en el cual el Banco

... no puede ser indiferente a otros objetivos de política económica de raigambre constitucional, como pueden ser la búsqueda del pleno empleo o la distribución equitativa de los beneficios del desarrollo (HERNÁNDEZ, 1999, p. 3).

Aunque algunos hicieron una lectura del fallo como lesiva de la autonomía del Banco, éste lo entendió como una reafirmación del mandato de coordinación presente en la Constitución; destacó, más bien, la parte de la sentencia que recalca que el deber de velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda era de todas las instituciones formuladoras o ejecutoras de políticas, y no solamente del Banco de la República.

Paradójicamente, los enfrentamientos entre algunos miembros de la Junta y la Corte Constitucional no se presenta-



ron a raíz de los fallos sobre el Banco mismo, sino sobre otros temas<sup>2</sup>. Los referidos al sistema UPAC, a la forma de enfrentar la crisis financiera de los 1990 y a las determinaciones sobre el salario mínimo fueron los más controvertidos<sup>3</sup>.

Colombia contó por 26 años con un sistema de financiación de vivienda llamado “el sistema UPAC”, porque tanto los depósitos de los ahorradores como los préstamos hipotecarios estaban expresados en UPAC (unidades de poder adquisitivo constante), unidades de cuenta diferentes a la unidad monetaria nacional. La equivalencia entre ambas se determinaba por una fórmula que reflejaba el comportamiento de la inflación. Los deudores del sistema se encontraban entonces en una situación envidiable. Mientras las cuotas y los ingresos subían al mismo ritmo —el de la inflación—, el valor de las viviendas lo hacía a un ritmo superior. Este fenómeno adquirió mayores proporciones en la primera mitad de los 1990 cuando Colombia vivió la formación de una burbuja especulativa en el mercado de la construcción.

Desde su creación, las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV) habían operado dentro de unas condiciones privilegiadas. El FAVI<sup>4</sup> les suministraba crédito ilimitado a un costo equivalente a la corrección monetaria. Además, tenían una clara ventaja sobre los demás intermediarios financieros

---

2 No faltaron, sin embargo, críticas aisladas a la Corte en relación con algunos fallos sobre la naturaleza y funciones del Banco. En la sentencia C-021 de 1994 relativa a la coordinación entre Banco y Gobierno se afirma que al Banco “le está absolutamente vedado actuar bajo la simple inspiración de sus caprichos”. SALOMÓN KALMANOVITZ, codirector en esa época, consideró que esa expresión era una prueba de la parcialidad de la Corte en contra del Banco, porque evidenciaba que “la Corte estaba más prevenida contra el Banco de la República que con la posibilidad de que el gobierno abuse de su poder y lo obligue a emitir por encima de las necesidades del crecimiento potencial que tiene la economía” (KALMANOVITZ, 2003, p. 59).

3 Un análisis económico, claro y riguroso a la vez, de los fallos relativos a estos temas se encuentra en MAURICIO PÉREZ SALAZAR, 2004.

4 El FAVI era el Fondo de Ahorro y Vivienda y su administración estaba a cargo del Banco de la República.

por ser los únicos que podían ofrecer remuneración sobre depósitos a la vista.

Sin embargo, con la expedición de la nueva Constitución las cosas cambiaron.

La nueva Carta Política adoptó un enfoque ortodoxo respecto a la inconveniencia de la política monetaria para el crédito de fomento, lo que no resultaba consistente con la existencia de un mecanismo como el FAVI. Estableció además que los monopolios sólo podrían existir como arbitrio rentístico (art. 336), lo que tampoco era compatible con la posición privilegiada de las CAV respecto al sector financiero (PÉREZ SALAZAR, 2004, p. 37).

Entre las funciones que la Ley 31 de 1992 le asignaba a la Junta del Banco de la República estaba la de

... fijar la metodología para la determinación de los valores en moneda legal de la unidad de poder adquisitivo constante –UPAC– procurando que ésta refleje también los movimientos de la tasa de interés en la economía (art. 16).

En uso de esa atribución y buscando adecuar el sistema UPAC al nuevo entorno regulatorio del sistema financiero, la Junta del Banco modificó la fórmula de cálculo de la corrección monetaria. Las modificaciones de la tasa de interés entrarían ahora en la determinación del valor de la UPAC.

La nueva metodología no ocasionó mayores problemas mientras la economía estuvo en expansión y las tasas de interés se mantuvieron bajas. Pero en 1998, Colombia, como tantos otros países, sufrió las consecuencias de la crisis de financiamiento originada en los colapsos financieros de Asia y Rusia. A la vez que el valor de las propiedades disminuía y el desempleo aumentaba por la crisis, la cuota de los créditos se elevaba debido al alza de las tasas de interés. El sistema hizo crisis, y el artículo de la Ley 31 de 1992 que introducía el movimiento de las tasas de interés en el cálculo de la corrección monetaria fue demandado ante la Corte Constitucional.

La Corte, en contravía de lo expresado en ocho ocasiones anteriores, declaró inexecutable el mandato legal de atar la corrección monetaria a factores distintos de la inflación. El carácter retroactivo de la sentencia obligó al sistema financiero a reliquidar 800.000 contratos de deuda. La Corte obligó también a Fogafin (el fondo de garantías del sistema financiero) a auxiliar a los deudores morosos.

Para algunos codirectores del Banco<sup>5</sup>, esta actuación de la Corte Constitucional violó su autonomía en dos sentidos: al no respetar la prerrogativa que la Ley 31 de 1992 le asignó para la definición de la fórmula que debía utilizar en la corrección monetaria, y al obligarlo a tomar decisiones que favorecen claramente unos intereses particulares –los de los deudores– en detrimento del sector financiero y, concretamente, de las corporaciones de ahorro y vivienda que lo administraban. Se obligaba así al Banco a tomar decisiones en contra del mandato que le había asignado la Constitución en el sentido de velar por la solidez del sistema de pagos y la salud del sistema financiero.

Por otra parte, el apoyo estatal a los deudores fue visto como un incentivo al incumplimiento de los contratos y un entorpecimiento al negocio financiero, que ahora utilizaría más filtros, exigiría más garantías y prestaría a menos clientes ante el aumento del riesgo moral.

Como la crisis del sector real terminó en una crisis del sector financiero, el Gobierno debió tomar medidas para enfrentarla. En uso de las facultades que el estado de emergencia económica le concedía, el Gobierno impuso un gravamen del 2 por 1.000 a las transacciones de los usuarios del sistema financiero, y del 1.2 por 10.000 a las del mercado interbancario. Los recursos así obtenidos serían utilizados para apoyar con préstamos de capitalización a las entidades financieras en problemas.

---

5 SALOMÓN KALMANOVITZ y SERGIO CLAVIJO han sido los abanderados de la cruzada contra la Corte Constitucional.

La Corte Constitucional dictaminó que el impuesto sobre las transacciones del mercado interbancario debía ser también de 2 por 1.000, y que los recursos obtenidos con la emergencia económica debían ser utilizados *sólo* para salvar la banca pública.

La atrofia que produjo la primera decisión sobre el mercado interbancario y cambiario dificultó, según los codirectores mencionados, las labores de regulación del emisor y la implementación de la política monetaria. Con un porcentaje importante de transacciones por fuera del mercado regular, el Banco perdió información y canales eficientes para transmitir, a través de la tasa interbancaria, las señales que quería enviar al mercado.

La decisión que impedía a los bancos privados el acceso a préstamos de capital con recursos públicos fue calificada de parcializada; posición ésta que desnudaba los prejuicios de la Corte sobre el sistema financiero, nacidos de una ética religiosa premoderna que asociaba el negocio financiero al pecado.

La prohibición de la capitalización de intereses también fue descalificada como perteneciente a un enfoque “medieval” sobre el cobro de intereses.

Pero la disposición que fue considerada más nociva para el cumplimiento por parte del Banco de su mandato constitucional de luchar contra la inflación, fue la que ligó la determinación del salario mínimo a la inflación pasada y no a las metas del Banco. En un esquema de inflación objetivo, como el adoptado en Colombia desde 2000, en el que las expectativas cumplen un papel clave, esta decisión de la Corte fue vista como un torpedo a la acción del Banco.

En términos generales, los contradictores de la Corte la acusan de invadir esferas de poder de otros organismos, entre ellos la del Banco de la República, y de emitir fallos sin comprensión del tema y sin consideración sobre las consecuencias. Su activismo es criticado por quienes piensan que la Corte debiera contentarse con “usar su poder legislativo negativo” (CLAVIJO, 2000a, p. 21), en vez de dedicarse a crear

y modificar derechos en nombre de la defensa de unos pretendidos valores supremos (KALMANOVITZ, 2003, p. 170).

En el trasfondo del debate pueden identificarse elementos de naturaleza política.

Mientras los detractores de la Corte tachan sus sentencias de antitécnicas y anticientíficas porque están apoyadas en los conceptos de economistas “populistas, no serios y enemigos de un banco central independiente” (KALMANOVITZ, 2003, p. 175), sus defensores la ven como la encargada de “aminorar los estragos del modelo económico vigente” (EDUARDO SARMIENTO, citado en MATAALLANA, 2001). Según estos últimos, son los hacedores de las políticas los que no han incorporado a su quehacer una nueva realidad política: el Estado social de derecho en la Constitución del 91.

Mientras para sus opositores, los fallos de la Corte amenazan “el orden económico vigente” y “el funcionamiento regular de una economía capitalista” (KALMANOVITZ, 2003, pp. 169 y 171), para sus defensores, la profunda crisis social y económica del país es argumento suficiente para apoyar los fallos en los cuales se condonan las deudas de los hogares y de la pequeña y mediana empresa (MATAALLANA, 2001).

El enfrentamiento entre el Banco y la Corte ha tenido una pugnacidad que no ha estado presente en las relaciones del Banco con el Legislativo y el Ejecutivo.

Mientras algunos codirectores utilizan, para referirse a la Corte, adjetivos como “parcializada” –al defender sólo los principios afines a su posición política– e “irresponsable” –no toma en consideración las consecuencias económicas y fiscales de sus fallos–, uno de los magistrados<sup>6</sup> acusa públicamente al Banco de desacato y eleva la queja ante la Procuraduría<sup>7</sup>.

---

6 Se trata de JOSÉ GREGORIO HERNÁNDEZ, quien ya no pertenece a la Corte Constitucional.

7 La Procuraduría archivó el proceso alegando que no había existido desacato al mandato de la Corte sobre la modificación de la fórmula para la corrección monetaria.

Es interesante señalar que el Banco de la República y la Corte Constitucional son objeto de críticas parecidas, aunque procedentes de flancos diferentes. Se les acusa de ser dictaduras de la moneda y de los magistrados, respectivamente; de detentar un poder excesivo sin los necesarios contrapesos; y de ejercer atribuciones que debieran estar en cabeza de organismos de naturaleza política.

## CAPÍTULO DÉCIMO

### LAS PROPUESTAS DE REFORMA

Las propuestas de reformas –constitucionales o legales– del Banco de la República han procedido de diversos estamentos. Algunas han tenido origen gubernamental y otras académico, legislativo o político.

En 1995, el ministro de Hacienda, GUILLERMO PERRY, propuso algunas modificaciones a la Ley 31 de 1992<sup>1</sup> en un foro convocado para la presentación de un libro sobre el tema (JUNGUITO, 1995, p. 24).

Dos de los cambios propuestos en esa oportunidad fueron acogidos posteriormente por la Corte Constitucional: interpretar el mandato constitucional de reducción de la inflación como un objetivo fundamental, pero no el único del Banco; y revisar la norma legal que obligaba al Banco a fijar la meta de inflación por debajo de la registrada en el año anterior.

Además de los cambios anteriores, el ministro PERRY abogaba por la conveniencia de ampliar los espacios de coordinación con la creación de una comisión donde el Gobierno tuviera mayor representación; y por la limitación de la discrecionalidad del Banco en la definición del monto de las utilidades que transfiere al Gobierno.

---

1 La Ley 31 de 1992 reglamentó los mandatos constitucionales sobre estructura y funciones del Banco de la República.

La idea general de la crítica era que la coordinación entre el Banco y el Gobierno era “exigua” y privilegiaba indebidamente el papel del primero, debido a la regla según la cual, cuando hubiera desacuerdo, primaría la defensa de la estabilidad de precios sobre los demás objetivos macroeconómicos.

El Partido Liberal, que ya en la Constituyente había expresado sus críticas a la figura de un banco central independiente, reafirmó esa posición en un foro del partido celebrado en octubre de 2002.

Se defendía la conveniencia de expedir nuevas normas que le dieran un mayor alcance al mandato constitucional sobre la coordinación, de tal forma que la responsabilidad del Banco no sólo se refiriera a la estabilidad de precios sino a la promoción del empleo y de la actividad productiva.

Así mismo, se sugería reforzar los mecanismos de fiscalización del Congreso sobre el Banco, estableciendo la posibilidad de sanciones de carácter político, como la amonestación, la suspensión y la moción de censura, para los miembros de la Junta.

Sosteniendo la idea de que el Banco de la República era insensible a la crisis económica, en general, y a la fiscal en particular, el Partido Liberal presentó una lista de posibilidades de apoyo de la política monetaria para la salida de esa crisis.

El Banco debería poner a disposición del Tesoro recursos financieros equivalentes al 2.5% del PIB, con los cuales el Gobierno podría comprar parte de su deuda, iniciar programas de inversión pública y constituir un fondo de capitalización empresarial para apoyar medianas y pequeñas empresas.

Otras sugerencias para aliviar la situación fiscal fueron la de utilizar parte de las reservas internacionales para comprar deuda externa y renegociarla en condiciones más favorables; o adelantarle utilidades al Gobierno<sup>2</sup>.

---

2 Estas dos mismas peticiones fueron hechas recientemente por el presidente URIBE al Banco. En 2003, amparado en la hipótesis de un exceso de reservas



Coincidentalmente ha sido ROBERTO JUNGUITO quien ha descalificado las propuestas de GUILLERMO PERRY y del Partido Liberal. En el primer caso, en su calidad de codirector del Banco y en el segundo como ministro de Hacienda del gobierno URIBE VÉLEZ.

Los argumentos utilizados por JUNGUITO (JUNGUITO, 1995; JUNGUITO, en Partido Liberal Colombiano, 2002) fueron similares en ambas ocasiones. Algunos son extraídos de la teoría general sobre banca central y giran alrededor de la idea de que el mejor aporte de la autoridad monetaria al crecimiento y a la generación de empleo es la garantía de la estabilidad de precios. Otros están referidos a la experiencia colombiana, la cual, según JUNGUITO, mostraba que los espacios de coordinación existentes eran los adecuados y que la creación de nuevas instancias para ese fin era “innecesaria y hasta perversa”, porque implicaba “imprimir mayor presión política a las decisiones” (1995, p. 30).

Sin embargo, se percibía claramente un cambio de actitud. Ya fuera por respeto a los fallos de la Corte Constitucional sobre algunos de los temas o por el cambio de perspectiva cuando se actúa como ministro y no como codirector del Banco, JUNGUITO se mostró menos apegado a la ortodoxia en su intervención del Foro Liberal que en su respuesta al ministro PERRY. En ésta, el entonces codirector del Banco defendía a rajatabla la estabilidad de precios como el objetivo único del Banco, y veía en la posición del ministro de entonces un deseo del gobierno de aflojar las restricciones que le imponía la existencia de un banco central independiente.

---

internacionales, el Ejecutivo solicitó al Banco de la República la elaboración de un estudio para determinar la magnitud de ese excedente, con miras a utilizarlo para pagar deuda pública externa. El estudio concluyó que las reservas internacionales sólo excedían en 500 millones de dólares al nivel considerado adecuado. Al no lograrse en la Junta la unanimidad para hacerle un crédito al Gobierno por tal cuantía, se optó por venderle los 500 millones, de los cuales la mitad se entregó con cargo a las utilidades del Banco (CLAVIJO, 2005, p. 12).

En cambio, en el mencionado foro político, si bien señaló la inconveniencia de la emisión propuesta para el control de la inflación y para la imagen de Colombia ante los mercados internacionales, defendió la financiación indirecta del Banco al Gobierno a través del mercado secundario de TES y abrió la posibilidad de la financiación directa cuando se presentara un cierre abrupto del financiamiento internacional o un escalonamiento importante de la guerra interna<sup>3</sup>.

La iniciativa más reciente para modificar la estructura y las funciones del Banco de la República fue el proyecto de ley presentado al Congreso a comienzos de 2003 por el senador liberal CAMILO SÁNCHEZ.

Las dos reformas fundamentales del proyecto se referían al objeto del Banco y a la conformación de su Junta.

El proyecto iba más allá que las propuestas anteriores, al exigir que el Banco no sólo persiguiera otros objetivos diferentes al control de la inflación, sino que cambiara las prioridades, privilegiando la generación de empleo y el crecimiento económico sobre la estabilidad de precios.

El objetivo del Banco sería

... mantener el equilibrio de los indicadores macroeconómicos a través del control de la inflación, sin que por esto se afecte la generación de empleo y el sector productivo del país (SÁNCHEZ y otros, 2003).

Los argumentos expuestos en el proyecto y en el informe del ponente reflejan una visión muy crítica de la actuación del Banco, al cual se acusaba de ser una

... institución que atropella y entorpece la evolución y el desarrollo económico, político y social de la nación [y que] nos ha llevado a un desempleo superior al 20%.

---

3 Este último argumento fue esgrimido por JAVIER FERNÁNDEZ (2003), prestante analista económico en un foro con ocasión de la visita al país de JOSEPH STIGLITZ.

Respecto a la conformación de la Junta se proponían dos cambios: la reducción de su tamaño y el nombramiento de los codirectores para un período equivalente al del presidente de la República.

Alegando que una entidad que predicaba todo el tiempo la austeridad fiscal debía dar ejemplo reduciendo su nómina, y que las decisiones son más ágiles y oportunas mientras menos gente intervenga en ellas, el proyecto proponía una Junta de cinco miembros: gerente, ministro de Hacienda y tres codirectores.

La idea de hacer coincidir el período de los miembros nombrados por cada presidente con el período de éste, aunque no está motivada en el proyecto, probablemente buscaba que la política del gobierno de turno tuviera durante todo el período dos aliados fieles en la Junta del Banco.

En todas las propuestas ha estado presente el tema de la coordinación de las actuaciones del Banco con la política económica general, buscando eliminarla, como en la de la Misión Alesina; o ampliarla, como en las propuestas de los estamentos nacionales.

Muchas de las propuestas de los últimos cinco o seis años expresaban el deseo de regresar a un banco central de fomento

... que emita para, por ese medio, favorecer a ciertos sectores de la vida nacional con el reparto del señoreaje y, lo que es peor, con la asignación ad hoc del impuesto inflacionario (HERNÁNDEZ, 2001, p. 212).

Pero la propuesta más extrema fue la expuesta en el documento "The Central Bank in Colombia", preparado por ALBERTO ALESINA, ALBERTO CARRASQUILLA y ROBERTO STEINER<sup>4</sup>, el

---

4 ALBERTO ALESINA es profesor de la Universidad de Harvard y experto en el tema de banca central. CARRASQUILLA y STEINER son dos prestigiosos economistas colombianos. El primero ocupa a la fecha el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

cual fue presentado y discutido ampliamente en Colombia en 2001.

El sentir de la propuesta era que el banco central colombiano no era suficientemente independiente. La obligación de coordinarse con la política económica general, la presencia del ministro de Hacienda en la Junta y su carácter de presidente de la misma, el hecho de tener que compartir con el Ejecutivo las atribuciones en materia cambiaria, así como el derecho de cada gobierno de elegir los dos miembros que deben salir, representaban para la Misión Alesina –nombre con el que terminó designándose al grupo autor del documento– limitaciones a la autonomía del banco central.

En consecuencia se sugerían reformas constitucionales para retirar al ministro de Hacienda de la Junta, suprimir la obligación de coordinar las políticas monetarias y cambiarias con el resto de políticas y entregar la supervisión bancaria al banco central.

Con la excepción de la idea de entregar la supervisión bancaria al Banco de la República, rechazada por unanimidad, las demás propuestas encontraron defensores y detractores en el mundo académico y en la misma Junta del Banco.

La coordinación y la presencia del ministro en la Junta, nocivas según la Misión Alesina, fueron defendidas con argumentos prácticos y de economía política. Era más fácil comprometer al ministro con los objetivos del Banco estando por dentro que por fuera de la Junta y sólo ese compromiso garantizaba una política fiscal que hiciera posible un proceso sostenible de desinflación. Además, un buen manejo del tema cambiario era impensable si no existía esa coordinación (CLAVIJO, 2000a, p. 23).

Desde otra óptica, el veto a la coordinación y a la presencia del ministro de Hacienda en la Junta fueron entendidas como la expresión de “una aspiración totalitaria” de “decapitación de todas las valoraciones políticas” (CUEVAS, 2001, p. 226).

Además de proponer que el nombramiento de los miembros de la Junta requiriera de la aprobación del Congreso, la Misión Alesina consideraba que era conveniente reducir su número a cuatro (tres codirectores y el Gerente), y agregar a las inhabilidades existentes la de haber sido funcionario de la administración a la que correspondería el nombramiento.

No fue bien vista la posibilidad de tener a los economistas más prestigiosos del país haciendo *lobby* en los pasillos del Congreso para obtener los apoyos necesarios a sus nombres (HERNÁNDEZ, 2000, p. 215), amén de la pérdida de credibilidad y de corresponsabilidad que ese método implicaba (CLAVIJO, 2000a).

La idea de reducir el tamaño de la Junta fue criticada, mostrando que al disminuir las posibilidades de representación, aumentaba el riesgo de tomar decisiones sesgadas. Además, el número actual de miembros (7) estaba por debajo del promedio internacional (8), según una muestra de 34 bancos centrales.

No se entendía por qué los codirectores no podían provenir del Gobierno pero sí de conglomerados financieros o acreedores internacionales con los cuales es común que queden lazos que implican fidelidades (CUEVAS, 2001).

Se aseguraba por parte de algunos miembros de la Junta que, aun en épocas en las cuales el presidente de la República pudo nombrar a tres de los miembros por la renuncia de un codirector, la independencia de la Junta respecto al Ejecutivo había permanecido incólume. Siempre fueron criterios técnicos o asociados al enfoque económico propio de cada miembro los que guiaron sus posiciones, y no ninguna fidelidad al presidente que los había nombrado (HERNÁNDEZ, 2001, pp. 213 y 214). El hecho de que los dos codirectores nombrados por un presidente no puedan ser removidos por él es un factor que ayuda a preservar la independencia de los nombrados por un Gobierno respecto a éste.

Por último, el temor de que la obligación de la coordinación y la presencia del ministro de Hacienda en la Junta

le restaran autonomía al Banco y le dificultaran su lucha antiinflacionaria, fue considerado infundado por algunos de sus miembros. Afirmaban que al contrario, los ministros de Hacienda habían estado siempre comprometidos con la reducción de la inflación y que, más bien que presionar la financiación monetaria del déficit, habían señalado los inconvenientes de tal recurso en diversos foros públicos, entre ellos el Congreso (CLAVIJO, 2000a).

De todas maneras, y aun suponiendo que en el futuro algún ministro de Hacienda quisiera empujar a la Junta hacia una política monetaria indebidamente laxa, estaba –como un seguro– la norma legal que le da primacía al objetivo antiinflacionario en caso de que no haya acuerdo en el proceso de coordinación.

No obstante, mientras algunos codirectores diferían de la posición de la Misión Alesina respecto a la presencia del ministro en la Junta, otros estaban de acuerdo en que esa presencia era perturbadora del accionar de la Junta y le restaba autonomía. Los primeros consideraban que se estaba exagerando el poder del ministro, quien no tenía poder de veto; no definía la agenda, la cual se armaba colegiadamente entre el Ministerio de Hacienda y la subgerencia técnica del Banco; y no podía posponer indefinidamente un tema, pues por estatutos, debe haber, por lo menos dos juntas al mes, y cualquiera de los miembros puede pedir una junta extraordinaria cuando lo desee.

Del seno de la Junta también han surgido propuestas relacionadas con los papeles que en ella cumplen el ministro de Hacienda y el gerente.

Varios codirectores han insistido en la conveniencia del retiro del ministro de Hacienda de la Junta o, por lo menos, en la eliminación de su carácter de presidente (MARULANDA, 1997; KALMANOVITZ, 1997).

Las sugerencias respecto al gerente nacen de la crítica a su doble papel de miembro de la Junta del Banco y máxima autoridad administrativa del mismo y, en esa calidad, jefe del equipo técnico. En estas condiciones se corre el riesgo

... de un poder desmedido del Gerente [y de que] por razones jerárquicas, los economistas y en general los funcionarios del Banco trabajen más por las ideas del Gerente como persona y menos para la Junta como cuerpo colegiado (HERNÁNDEZ, 2001, p. 216).

Otros codirectores han calificado la actuación del gerente como la de un mediador entre el Gobierno y los demás miembros de la Junta y, en esa medida, creen que existe el peligro de que entre Gobierno y gerente se genere

... una alianza que, rompiendo el equilibrio natural de poder que se supone debe existir entre los distintos miembros de la Junta, afecte ámbitos como podrían ser el manejo de la agenda, la canalización dirigida del apoyo técnico, la limitación inteligente de acceso al mismo y la orientación de las discusiones requeridas para la adopción de decisiones específicas (MARULANDA, 1997, p. 28).

Los autores de estas críticas proponen, en el primer caso, que el gerente pierda su carácter de miembro de la Junta, y en el segundo, el de jefe del equipo técnico. Consideran, eso sí, que el gerente debe tener la vocería de la Junta.

Esta posición de algunos codirectores, que sienten que el gerente detenta un poder excesivo, no parece coincidir con la apreciación que un analista desprevenido tendría al estudiar el organigrama del Banco de la República.

El gerente técnico y los demás subgerentes son nombrados por la Junta, no por el gerente general. La idea de un gerente técnico y su equipo que trabajan para apoyar las posiciones del gerente general más bien que las de la Junta, no parece empatar con este esquema organizacional.

Por otro lado, el Consejo de Administración del Banco, su máxima autoridad administrativa, encargado de dar las directrices al Gerente y a sus subgerentes sobre temas operativos y laborales, está conformado por los miembros de dedicación exclusiva de la Junta. Es difícil pensar, entonces,

en unos funcionarios interesados en trabajar solamente para los asuntos de interés del gerente, y en una Junta con dificultades para acceder a ese apoyo técnico o administrativo.



## CAPÍTULO DECIMOPRIMERO

### ¿QUÉ TAN INDEPENDIENTE ES EL BANCO CENTRAL COLOMBIANO?

MAURICIO CÁRDENAS y ZEINAB PARTOW (1998), utilizando la metodología de CUKIERMAN, realizaron un trabajo para determinar el grado de independencia legal del Banco de la República.

En una escala de cero a uno, donde cero representa el más bajo grado de independencia, y uno, el más alto, el Banco de la República obtuvo 1 en los temas relacionados con el gerente (dedicación y disposiciones sobre la posibilidad de despedirlo), la formulación de políticas (monopolio sobre la política monetaria y control de los instrumentos), el objetivo (estabilidad de precios como único o principal objetivo) y la posibilidad de prestarle al sector privado o al Gobierno, comprando sus papeles en el mercado primario.

Los temas calificados con 0 y, que, por lo tanto, muestran fisuras en la independencia del banco central tenían que ver con las condiciones de los préstamos al Gobierno. El hecho de no que existieran restricciones legales al monto, plazos y tasas de interés del eventual financiamiento al Gobierno es considerado como una amenaza a la autonomía del Banco.

Otro aspecto mal calificado (0,25) fue el de la duración del período del gerente. El período de cuatro años renovable por dos períodos adicionales está por debajo de los estándares internacionales.

Siguiendo la ponderación sugerida por CUKIERMAN (1992), el índice general de independencia legal resultó de 0,53, en todo caso muy superior al 0,23 atribuido al anterior arreglo institucional.

El otro objetivo del mencionado estudio era averiguar si el cambio institucional ocurrido en 1991, con la creación de un banco central independiente, había modificado los énfasis y los objetivos de la política monetaria.

Tomando como referencia la actuación del Banco en el período de expansión (1992-1995) y en el inicio de la recesión (1996), los autores afirman que la estabilidad del producto y del empleo siguen presentes en la función objetivo del Banco, y que, siguiendo la tradición colombiana, la Junta ha visto como su objetivo la contención de la inflación, pero no su reducción<sup>1</sup>. Es importante aclarar que entre 1991 y 1996 las metas del Banco no se cumplieron.

CÁRDENAS y PARTOW consideran, además, que la autonomía del Banco fue vulnerada cuando, en 1996, el Gobierno, que había buscado el apoyo del sector privado y del Congreso, presionó, a través del ministro de Hacienda, a favor de una política más expansionista. El argumento de que las tasas de interés estaban ocasionado una caída de la actividad productiva llevó al Banco a reducirlas, en una actuación que, según los autores, muestra su tendencia a privilegiar la estabilidad del producto sobre la reducción de la inflación.

En otros aspectos, como la independencia respecto al Ejecutivo y los objetivos del Banco, el esquema actual representa un avance enorme en la autonomía de la autoridad monetaria.

---

1 Según los autores, existe un consenso social en Colombia, que considera aceptables los niveles de inflación mientras no sobrepasen el 30% anual. Antes de ese nivel, la política monetaria se diseña para evitar la aceleración de la inflación pero no su reducción.

Es claro que la Junta Directiva actual está mucho más aislada de las presiones del Gobierno y de los intereses sectoriales que la antigua Junta Monetaria, en la cual cuatro de los cinco miembros eran funcionarios gubernamentales.

Pero, ¿cómo es el Banco de la República actual, mirado como entidad financiera, en comparación con el anterior a 1991?

Es una institución con menos discrecionalidad, menos poder y sometida a más controles. La administración de los fondos financieros, que nutrían el crédito de fomento desde los años 1960, era realizada por el Banco prácticamente sin injerencia de ningún otro ente. En ese entorno, el poder de sus funcionarios, de nivel nacional y regional, era enorme.

La falta de control sobre las actividades del Banco llevó a varios analistas a pedir el nombramiento de un auditor externo, mayor injerencia del Ejecutivo en el manejo de los fondos financieros y la adopción de un proceso presupuestal que permitiera un mayor seguimiento de ingresos y gastos (HOMMES, 1998).

La situación del Banco de la República de hoy es completamente diferente. Sus actuaciones están sometidas a cinco tipos de controles: político (Congreso), de legalidad (Consejo de Estado), de inspección y vigilancia (Superintendencia Bancaria), de control (Auditor, nombrado por el presidente de la República) y sobre los dineros públicos administrados por él (Contraloría General de la República).

Para identificar el grado de independencia, ya no formal, sino efectiva, ROBERTO JUNGUITO entonces codirector del Banco (1998) realizó una encuesta entre 26 expertos. Participaron actuales y antiguos miembros de la Junta del Banco—excluido el autor—, miembros del cuerpo técnico del Banco, asesores y antiguos miembros de la Junta Monetaria.

En este ejercicio, la independencia del Banco de la República sale muy bien librada: 0,8, siendo 1 el valor correspondiente al grado máximo de independencia.

Los entrevistados señalan algunos aspectos que, en la práctica, han mostrado más solidez como elementos de la autonomía que lo que hacía presagiar la norma. Es el caso de los préstamos al Gobierno (no se ha autorizado ninguno), la resolución de conflictos entre el Banco y el Ejecutivo, la independencia financiera y el hecho de tener agregados monetarios y no niveles de tasa de interés como metas intermedias<sup>2</sup>.

Al respecto habría que precisar que desde 1995, el Banco ha tenido utilidades y eso le ha permitido fortalecer su patrimonio y, por ende, su independencia del Presupuesto Nacional.

Pero en otros aspectos, el desempeño del Banco resultó mal calificado. El 80% de los participantes en el ejercicio consideran que el Banco tiene muy poca credibilidad; y solo un 35% piensa que la prioridad del Banco ha sido la estabilidad de precios<sup>3</sup>.

La percepción de que el Banco tiene poca credibilidad es explicable por el hecho de que cuando se realizó la encuesta (1998), las metas sólo se habían cumplido el último año.

Para precisar algunos de los aspectos estudiados en los dos trabajos anteriores e introducir otros que la literatura sobre el tema considera relevantes, se puede utilizar el cuestionario clásico para medir el grado de independencia de la autoridad monetaria (CUKIERMAN, 1992, p. 386), y aplicarlo al Banco de la República de Colombia.

- 
- 2 Desde finales de los años 1999, el Banco empezó a combinar metas de agregados monetarios con metas de tasa de interés. En 2000, los agregados monetarios pasaron de ser considerados metas intermedias a ser utilizados como simples variables de referencia.
  - 3 El 31% cree que el primer objetivo ha sido la estabilidad cambiaria. Algunas actuaciones y declaraciones del Banco durante la vigencia de la banda cambiaria mandaban mensajes confusos. No quedaba claro si el objetivo fundamental era la estabilidad de precios o la cambiaria.

1. ¿Cuál es la ubicación institucional del banco central?

El Banco de la República no pertenece a ninguna de las ramas del sector público. Es una institución de naturaleza única y especial.

2. ¿Tiene el banco central la última palabra sobre la política monetaria?

El Banco de la República es la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, pero debe ejercer sus funciones en coordinación con la política económica general.

3. ¿Existen reglamentaciones estatutarias inherentes a la estabilización monetaria por parte del Banco?

Velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda es un mandato *constitucional* para el Banco.

4. ¿Existen funcionarios del Gobierno en la Junta Directiva?

El ministro de Hacienda no sólo es miembro pleno de la Junta sino que la preside.

5. ¿Más de la mitad de la Junta es elegida por el gobierno?

El nombramiento de cinco de los siete miembros de la Junta es de origen presidencial, pero cada presidente sólo puede nombrar dos de ellos.

Hasta ahora, cada presidente gozaba de completa discrecionalidad respecto a estos nombramientos, pero en la medida en que algunos miembros terminan su tercer período, que es el límite legal de permanencia en la Junta, como fue el caso del año 2006, la discrecionalidad del presidente de la República se ve restringida.

6. ¿Cuál es la duración del período del gerente y de los codirectores?

Cuatro años, pero pueden ser reelegidos hasta por dos períodos adicionales.

El caso colombiano es bajo para los estándares internacionales pero es el doble de la duración media de los ministros de Hacienda. Se considera que mientras más largo el período de los altos funcionarios del Banco, éstos son menos susceptibles a las presiones políticas, y se dan condiciones más propicias para emprender y ejecutar acciones de largo plazo, necesarias para que la lucha antiinflacionaria sea exitosa.

7. ¿Qué tan rigurosa es la reglamentación para evitar que el Gobierno obtenga préstamos del Banco o que el Banco haga préstamos a terceros?

La Constitución exige el voto unánime de la Junta en la aprobación de créditos al Gobierno. Los préstamos a particulares están prohibidos, con la excepción de los apoyos transitorios de liquidez a los establecimientos de crédito. Para reforzar este aspecto de la independencia, la Constitución prohibió al Legislador ordenar cupos de crédito a favor del Estado o de los particulares.

8. ¿A favor de quién se dirimen los conflictos entre la política del Gobierno y la del Banco?

La ley determinó que la coordinación entre Banco y Gobierno nunca debe comprometer el mandato constitucional que tiene el primero de velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda. En otras palabras, prima la estabilidad de precios sobre los otros objetivos de política.

9. ¿Quién determina el presupuesto del Banco?

El Banco tiene autonomía patrimonial y discrecionalidad para decidir qué parte de las utilidades del ejercicio se dedicarán a la constitución de reservas monetarias y cambiarias, y qué parte se trasladará al Presupuesto Nacional.

10. ¿Tiene el Banco a su cargo la supervisión bancaria?

En Colombia tal supervisión está a cargo de una entidad que depende del Ejecutivo, la Superintendencia financiera (antes Superintendencia bancaria).

Se considera que los bancos centrales que no tienen a su cargo la supervisión bancaria, como es el caso del Banco de la República de Colombia, tienen más independencia en la búsqueda de su objetivo antiinflacionario. Cuando tienen a su cargo esa labor, el afán de no empañar su gestión en lo referente a la supervisión de las prácticas bancarias puede llevar a la autoridad monetaria, en caso de dificultades de una o más entidades financieras, a adoptar una política monetaria más laxa que la que la lucha antiinflacionaria requeriría.

11 ¿Existen metas cuantitativas para el acervo monetario?

El Banco de la República tuvo hasta el año 2000 una estrategia de metas intermedias de agregados monetarios. A partir de octubre de 2000 se adoptó la estrategia de “inflación objetivo”, en la cual las anclas son las metas intertemporales de inflación y no los agregados monetarios.

En los aspectos evaluados con las preguntas 1, 3, 5, 8, 9 y 10, el Banco de la República aparece con un alto grado de independencia; en los relacionados con las preguntas 2, 6 y 7 presenta un grado intermedio de independencia. Finalmente, la presencia del ministro en la Junta aparece como el aspecto más negativo en la calificación de su independencia.

La expresión que ha hecho carrera como síntesis de lo deseable en una autoridad monetaria (“independiente pero responsable”) obliga a completar el tema de la independencia del Banco de la República con unas palabras sobre su grado de responsabilidad.

Como se dijo arriba, el Banco debe responder ante distintos poderes del Estado, pero, además, somete sus actuaciones y decisiones al escrutinio público a través de varias publicaciones.

Siguiendo la prescripción de que los bancos centrales deben tener distintos lenguajes para diferentes públicos, el Banco tiene publicaciones para grupos muy especializados,

como los *Ensayos sobre política económica* y *Borradores de economía*. Hay otras para aquellos que tienen una formación económica básica, como la *Revista del Banco de la República*, los *Informes sobre inflación* y los *Informes de la Junta Directiva al Congreso*. Los *temas del Emisor* y los *Reportes del Emisor* son publicaciones para un público más amplio, como estudiantes de los últimos años de bachillerato y primeros de carrera.

La conveniencia de la publicación de las actas de la Junta en una fecha cercana a la de la sesión correspondiente ha sido sugerida en varias oportunidades. Algunos codirectores han señalado la necesidad de un amplio debate sobre el tema, debido a las implicaciones que esa decisión podría tener para el manejo de las expectativas y la reacción de los mercados.



## BIBLIOGRAFÍA

AGUIRRE, ERNESTO; ROBERTO JUNGUITO y GEOFFREY MILLAR (coords.). *La banca central en América Latina. Aspectos económicos y jurídicos*, Bogotá, Tercer Mundo y Banco de la República, 1997.

ALESINA, ALBERTO; ALBERTO CARRASQUILLA y ROBERTO STEINER. "The central bank in Colombia", *Working Papers Series*, Bogotá, Fedesarrollo, agosto de 2000.

ÁLVAREZ, ALBERTO. "La Corte Constitucional no puede convertirse en el árbitro de los economistas", *Estrategia*, Bogotá, 15 al 31 de marzo de 1996.

AVELLA, MAURICIO. *Hacienda pública, moneda y café. El papel protagónico de Alfonso Palacio Rudas*, Bogotá, Quebecor e Impreandes, 2000.

AVELLA, MAURICIO. *Pensamiento y política monetaria en Colombia 1886-1945*, Bogotá, Contraloría General de la República, 1987.

Banco de la República. "Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República", Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, marzo de 2006.

Banco de la República. *Política y estrategia. Una década de desarrollo. 1994-2004*, Bogotá, 2005a.

Banco de la República. "Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República", Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, julio de 2005b.

Banco de la República. “Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, marzo de 2005c.

Banco de la República. “Incertidumbre y política monetaria”, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, febrero de 2005d.

Banco de la República. “Comunicación y política monetaria”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, enero de 2005e.

Banco de la República. *El Banco. Historia, misión y funciones*, en [www.banrep.gov.co], 2004a.

Banco de la República. “La política monetaria y cambiaria del Banco central independiente”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, noviembre, 2004b.

Banco de la República. “Análisis del nivel adecuado de reservas internacionales”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, diciembre de 2003.

Banco de la República. “Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, marzo de 2003.

Banco de la República. La historia del Banco en [www.banrep.gov.co].

Banco de la República. “Inflación, desarrollo financiero y crecimiento económico”, Bogotá, *Reportes del Emisor*, diciembre de 2002a.

Banco de la República. “Las instituciones y el desarrollo económico”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, septiembre de 2002b.

Banco de la República. “Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, julio de 2002c.

Banco de la República. (2002d). “Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, marzo de 2002c.

Banco de la República. “Proceso de toma de decisiones para la política monetaria y cambiaria”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, octubre de 2001a.

Banco de la República. “El desempleo y sus determinantes”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, abril de 2001b.

Banco de la República. “Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, marzo de 2001c.

Banco de la República. “Emisión, inflación y crecimiento”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, agosto de 2000a.

Banco de la República. “Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República”, Bogotá, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, julio de 2000b.

Banco de la República. “Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República”, Nota Editorial, Bogotá, *Revista del Banco de la República*, marzo, 2000c.

Banco de la República. “Informe adicional de la Junta Directiva al Congreso de la República”, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, octubre de 1999a.

Banco de la República. “Preguntas del Congreso a la junta Directiva del Banco de la República”, *Reportes del Emisor*, Bogotá, septiembre de 1999b.

Banco de la República. “Ventajas del régimen cambiario actual” Nota editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, noviembre de 1998a.

Banco de la República. “¿Por qué es necesario bajar la inflación en Colombia y como lograrlo?”, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, mayo de 1998b.

Banco de la República. “Informe de la Junta Directiva al Congreso de al República”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, marzo de 1997.

Banco de la República. “La relajación de las restricciones de liquidez y el aumento del consumo privado”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, octubre de 1994a.

Banco de la República. “Apartes principales de la propuesta original del Banco de la República sobre el régimen monetario en la reforma constitucional”, *La autonomía del Banco de la República*, Bogotá, Tercer Mundo Editores, 1995.

Banco de la República. “Situación y perspectivas fiscales del país” Nota editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, mayo de 1994b.

Banco de la República. “Informe de la Junta Directiva al Congreso de al República” Nota editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, marzo de 1994c.

Banco de la República. *La historia del Banco*, en [www. banrep. gov. co], 1994d.

Banco de la República. “Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República”, Bogotá, julio de 1993.

Banco de la República. “El Banco de la República en el nuevo régimen monetario” Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, julio de 1991.

BERMAN, SHERI y KATHLEEN R. McNAMARA. “Bank on democracy. Why Central Banks need public oversight”, *Foreign Affairs*, New York, marzo y abril de 1999.

CABALLERO, CARLOS. "Economía y política monetaria", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, septiembre de 2001.

CABRERA, MAURICIO. "Conferencia en el Foro económico del Partido Liberal", *Una economía para generar empleo*, Bogotá, Partido Liberal colombiano, 2002.

CAÑOLA CRESPO, JAIRO. *Economía monetaria y sector financiero en Colombia*, Medellín, Editorial Eafit, 1987.

CÁRDENAS, MAURICIO y ZEINAB PARTOW. "Does independence matter. The case of the Colombian Central Bank", *Working Papers Series*, n.º 6, Bogotá, Fedesarrollo, 1998.

CARRASQUILLA, ALBERTO. *Estancamiento: Colombia en el mundo 1999-2002*, Bogotá, Contraloría General de la República y Alfa Omega Editor, 2002.

CARRASQUILLA, ALBERTO. "La devaluación y el crecimiento", en *Economía Colombiana y coyuntura política*, Bogotá, Contraloría General de la República, julio de 1999.

CARRASQUILLA, ALBERTO y ROBERTO JUNGUITO (1993). "Manejo cambiario, inflación y crecimiento: el caso colombiano 1990-1993", Bogotá, *Revista del Banco de la República*, agosto de 1993.

Carta Financiera. "La economía en la Constituyente", *Carta Financiera*, Bogotá, junio de 1991.

CHANDAVARKAR, ANAND G. "El papel de los Bancos Centrales en el desarrollo", *Finanzas y Desarrollo*, Bogotá, diciembre de 1987.

CLAVIJO, SERGIO. "Virajes en política monetaria y cambiaria. El período 1998-2004" Reflexiones escritas con ocasión de su renuncia a la Junta Directiva del Banco de la República, en [www.banrep.gov.co], 2005.

CLAVIJO, SERGIO. "Banca central y coordinación macroeconómica: El caso colombiano", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, enero de 2001.

CLAVIJO, SERGIO. "Banca Central y coordinación macroeconómica", *Borradores de Economía*, Bogotá, Banco de la República, noviembre de 2000a.

CLAVIJO, SERGIO. "Reflexiones sobre política monetaria e inflación objetivo en Colombia", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, agosto de 2000b.

CRANE, CATALINA. "El bicentenario del Banco de Francia. Reflexión sobre las funciones de un Banco Central", *Reportes del Emisor*, Bogotá, Banco de la República, julio de 2000a.

CRANE, CATALINA. "Inflación, incertidumbre y crecimiento en Colombia", *Reportes del Emisor*, Bogotá, Banco de la República, marzo de 2000b.

CUEVAS, HOMERO. "La autonomía extrema del Banco Central en Colombia", *Economía Institucional, Revista de la Facultad de Economía*, n.º5, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2001.

CUKIERMAN, ALEX. "La economía de la Banca Central", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, febrero de 1996.

CURRIE, LAUHLIN. "Un marco para la formulación de política monetaria", *Economía colombiana*, Bogotá, Contraloría General de la República, abril de 1991.

DE GREGORIO, JOSÉ (1994). "Inflation, Growth and Central Banks. Theory and evidence", Bogotá, Seminario Latinoamericano sobre crecimiento, junio 27 y 28 de 1994.

DWYER, GERALD P, JR. "Reglas y discreción en la política monetaria", *Boletín del Cemla*, marzo-abril de 1994.

ERB D., RICHARD. "El papel de los Bancos Centrales", *Finanzas y Desarrollo*, Bogotá, diciembre de 1989.

ERIAS REY, ANTONIO Y JOSÉ MANUEL SÁNCHEZ SANTOS. *Política monetaria y Política fiscal*, Madrid, Ediciones Pirámide, 1998.

FERNÁNDEZ RIVA, JAVIER. "Comentarios a la conferencia del Profesor Joseph Stiglitz", *Economía Institucional Revista de la Facultad de Economía*, n.º 8, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2003.

FERNÁNDEZ RIVA, JAVIER. "El fin de la Junta Monetaria?", *Carta Financiera*, Bogotá, abril de 1991a.

FERNÁNDEZ RIVA, JAVIER. "La broma monetaria", *Estrategia*, Bogotá, abril de 1991b.

FISHER, STANLEY. "Central Bank. Independence Revisited", *American Economic Review*, mayo de 1995.

FLÓREZ, LUIS B. "En la Junta directiva del Banco: Algunas experiencias y reflexiones", *Cuadernos de Economía*, n.º 27, Bogotá, Universidad Nacional de Colombia, 1997.

Gaceta Constitucional "Banca Central. Informe ponencia para primer debate en plenaria", de los constituyentes CARLOS OSSA, RODRIGO LLOREDA, CARLOS LEMOS, OSCAR HOYOS, ANTONIO YEPES e IGNACIO MOLINA, n.º 73, mayo 14 de 1991a.

Gaceta Constitucional. "Libertad de empresa e intervención del estado. Proyecto de acto reformativo de la Constitución política de Colombia", RODRIGO LLOREDA CAICEDO, n.º 23, marzo 19 de 1991b.

GARZÓN, LUIS EDUARDO. "Intervención ante el Foro económico del Partido Liberal", *Una economía para generar empleo. Conclusiones del Foro económico del Partido Liberal*, Bogotá, Partido liberal colombiano, 2002.

GÓMEZ, HERNANDO JOSÉ. "Reflexiones a modo de despedida", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, febrero de 1997.

GÓMEZ, HERNANDO JOSÉ. "Tasa de cambio: determinantes nominales y reales", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, noviembre de 1996a.

GÓMEZ, HERNANDO JOSÉ. "La política de estabilización: de donde venimos y para donde vamos", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, octubre de 1996b.

GÓMEZ, HERNANDO JOSÉ. "Tasa de interés: causa o efecto?", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, abril de 1996c.

GÓMEZ, HERNANDO JOSÉ. "La política anti-inflacionaria frente a Cusiana", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, octubre de 1993.

GÓMEZ, HERNANDO, FRANCISCO ORTEGA y PATRICIA SANCLEMENTE. *Lecturas sobre Moneda y Banca en Colombia*, Bogotá, Stella, 1976.

GÓMEZ, JAVIER. "La política monetaria en Colombia", *Borradores de Economía*, n.º 394, Bogotá, abril de 2006.

HERNÁNDEZ, ANTONIO. "Propuestas de la Misión Asesina sobre reformas al Banco Central: un comentario", *Economía institucional, Revista de la Facultad de Economía*, n.º 5, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2001a.

HERNÁNDEZ, ANTONIO. "La Banca Central en Colombia", *Revista Credencial de historia*, Bogotá, marzo de 2001b.

HERNÁNDEZ, ANTONIO., "Política de redescuento 1950-1970", *Revista de Planeación y Desarrollo*, Bogotá, abril-junio de 1973.

HERNÁNDEZ, ANTONIO y LUIS BERNARDO FLÓREZ. "Aclaración de voto de los codirectores. Sesión del 25 de septiembre de 1999", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, octubre de 1999.

HERNÁNDEZ, ANTONIO. "La política monetaria en 1997", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, mayo de 1998.

HERNÁNDEZ, ANTONIO. "La transparente claridad del Emisor", *Revista de Economía colombiana*, Bogotá, Contraloría General de la República, octubre de 1991.

HERNÁNDEZ, GERARDO. "La autonomía del Banco de la República y el reciente fallo de la Corte Constitucional", *Reportes del Emisor*, Bogotá, Banco de la República, julio de 1999.



HOMMES, RUDOLF. "La insoportable oscuridad del Emisor", *Estrategia*, Bogotá, septiembre de 1988.

ISSING, OTMAR. Independencia del Banco Central y estabilidad monetaria", *Boletín del CEMLA*, noviembre-diciembre de 1993.

JUNGUITO, ROBERTO. "El Banco de la República y la situación económica: algunas reflexiones", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, abril de 1999a.

JUNGUITO, ROBERTO. "La experiencia colombiana con Banco Central independiente", *Presentación hecha en el seminario organizado por el Banco Central del Ecuador sobre la independencia de los Bancos Centrales en América Latina*, Quito, febrero de 1999b.

JUNGUITO, ROBERTO. "Encuesta sobre la independencia del Banco de la República", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, agosto de 1998.

JUNGUITO, ROBERTO. "La independencia de los Bancos centrales en entredicho: el caso colombiano", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, junio de 1995.

JUNGUITO, ROBERTO. "Independencia de los Bancos centrales en América Latina", *Borradores de Economía*, Banco de la República, Bogotá, septiembre de 1994.

KALMANOVITZ, SALOMÓN. *Ensayos sobre Banca Central. Comportamiento, independencia e historia*, Bogotá, Norma, 2003.

KALMANOVITZ, SALOMÓN. "El Banco de la República y el régimen de meta de inflación", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, enero de 2002.

KALMANOVITZ, SALOMÓN. *Las instituciones y el desarrollo económico en Colombia*, Bogotá, Norma, de 2001.

KALMANOVITZ, SALOMÓN. "La independencia del Banco Central y la democracia en América Latina", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, septiembre de 2000.

KALMANOVITZ, SALOMÓN. “Los efectos económicos de los fallos de la corte Constitucional”, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, octubre de 1999a.

KALMANOVITZ, SALOMÓN. “Los equilibrios macroeconómicos y el Banco central: el caso colombiano”, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, febrero de 1999b.

KALMANOVITZ, SALOMÓN y MAURICIO AVELLA. “Barreras al desarrollo financiero. Las instituciones financieras en Colombia”, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, septiembre de 1998.

KALMANOVITZ, SALOMÓN. “Realidades de la independencia del Banco de la República”, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, noviembre de 1997.

LLERAS RESTREPO, CARLOS y otros. “Informe-ponencia sobre Banca Central para discusión en Plenaria de la Asamblea Nacional Constituyente”, *Gaceta Constitucional*, Bogotá, abril de 1991.

MARTÍNEZ, NÉSTOR HUMBERTO. “La Carta orgánica del Banco de la República”, *Carta Financiera*, Bogotá, febrero de 1992.

MARULANDA, OSCAR. “Reflexiones a modo de despedida”, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, febrero de 1997.

MARULANDA, OSCAR. “Controles vigentes al endeudamiento externo”, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, diciembre de 1995.

MATALLANA, HERNANDO. “Economía de mercado y estado social de derecho”, *Economía Colombiana*, Bogotá, Contraloría General de la República, febrero de 2001.

MCCALLUM, BENNETT T. “Two fallacies concerning Central Bank independence”, *Ade Papers and proceedings*, Pittsburgh, mayo de 1995.

MCCALLUM, BENNETT. “Crucial issues concerning Central Bank independence”, *Journal of Monetary economics*, n.º 39, 1997.

MEISEL, GUSTAVO ADOLFO. "Orígenes de la banca comercial en Colombia", *Revista Credencial Historia*, Bogotá, marzo de 2001.

MÉNDEZ IBISATE, FERNANDO. "Alfred Marshall y el Banco central: política monetaria", *Documento de trabajo, Facultad de Ciencias Económicas y empresariales*, Madrid, Universidad Complutense, 1994.

MEYER, LAWRENCE. "The global Outlook and challenges facing Central Banks around the world", *Nuevos artículos sobre asuntos económicos*, Bogotá, Embajada de Estados Unidos, mayo de 2001.

PALACIO RUDAS, ALFONSO. "Temas económicos en la Constitución del 91", *Estrategia Económica y financiera*, julio de 1991.

Partido Liberal Colombiano. *Una economía para generar empleo. Conclusiones del Foro Económico del Partido Liberal*, Bogotá, Servigrphic, 2002.

PÉREZ SALAZAR, MAURICIO. "Economía y fallos constitucionales: La experiencia colombiana durante la vigencia de la Carta política de 1991", Bogotá, Universidad Externado de Colombia, policopiado, 2004.

POSADA, CARLOS ESTEBAN. "Una presentación gráfica de la nueva teoría de la política antiinflacionario y el caso colombiano", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, septiembre de 1997.

ROSAS, LUIS EDUARDO (1973). "La política monetaria", *Revista de Planeación y Desarrollo*, Bogotá, abril- junio de 1973.

SÁNCHEZ, CAMILO y otros. Proyecto de acto legislativo, n.º 12 de 2003, *Gaceta del Congreso*, Bogotá, Senado, marzo de 2003.

SÁNCHEZ TORRES, FABIO. *Ensayos de historia monetaria y bancaria en Colombia*, Bogotá, Tercer Mundo, 1994.

SERPA, HORACIO. "Discurso en la instalación del Foro económico Liberal", *Una economía para generar empleo. Conclusiones del Foro económico Liberal*, Bogotá, Partido Liberal Colombiano, 2002.

STEINER, ROBERTO (comp.). *La autonomía del Banco de la República*, Bogotá, Tercer Mundo y Fedesarrollo, 1995.

TOGNATO, CARLO. "Religious representations of money and Central Banking in Germany", Presentación en el Programa de Maestría en Economía, Mimeo, Bogotá, Facultad de Economía, Universidad Externado de Colombia, marzo de 2003.

URIBE, JOSÉ DARÍO. "Inflación y crecimiento económico", *Revista del Banco de la República*, Mimeo, Bogotá, septiembre de 2001.

URIBE, JOSÉ DARÍO. "Inflación y crecimiento en Colombia 1951-1992", *Borradores de Economía*, Bogotá, septiembre de 1994.

URRUTIA, JUAN (1998). "Reflexiones sobre la precariedad de algunas instituciones. El caso de un Banco Central independiente", *Revista internacional de Filosofía Política*, n.º 11, Madrid, UNED-UNAM-México, 1998.

URRUTIA, MIGUEL. "La coordinación de la política económica", Nota editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, diciembre de 2002a.

URRUTIA, MIGUEL. "Las instituciones y el desarrollo económico", Nota editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, septiembre de 2002b.

URRUTIA, MIGUEL. "Proceso de toma de decisiones para las políticas monetaria y cambiaria", Nota editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, octubre de 2001.

URRUTIA, MIGUEL. "Emisión, inflación y crecimiento", Nota editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, agosto de 2000.

URRUTIA, MIGUEL. "La autonomía del Banco de la República y el reciente fallo de la Corte Constitucional", Nota editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, agosto de 1999a.

URRUTIA, MIGUEL. "Crédito y reactivación económica", Nota Editorial, Bogotá, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, junio de 1999b.

URRUTIA, MIGUEL. "Historia del Banco de la República y la inflación", Nota editorial, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, agosto de 1998.

URRUTIA, MIGUEL. "La estrategia de estabilización de la Junta del Banco de la República: 1991-1994", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, marzo de 1995.

URRUTIA, MIGUEL. "Autonomía del Banco de la República" en OLGA ACOSTA e ISRAEL FAINBOIM. *Las reformas económicas del Presidente Gaviria: una visión desde adentro*, Bogotá, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 1994.

VALENCIA, GONZALO. "La Banca Central en Colombia", *Borradores de Economía*, n.º 97, Bogotá, Banco de la República, julio de 1998.

VARGAS, HERNANDO. "Sobre las consecuencias de las amenazas a la independencia del Banco Central", *Borradores de Economía*, n.º 18, Bogotá, Banco de la República, 1995.

VILLAR, LEONARDO. "Reflexiones para una evaluación de la política monetaria", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, septiembre de 2001.

VILLAR, LEONARDO. "Estabilidad de precios, crecimiento y credibilidad", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, septiembre de 2000.

VILLAR, LEONARDO. "Política cambiaria en un proceso de ajuste ordenado", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, octubre de 1999.

WALSH, C. E. "Is there a cost to having and independent Central Bank?", *FRBSF Weekly Letter*, febrero de 1994.



## ANEXO

### CAPÍTULO VI DE LA CONSTITUCIÓN NACIONAL DE COLOMBIA: DE LA BANCA CENTRAL

*Artículo 371.*— El Banco de la República ejercerá las funciones de banca central. Estará organizado como persona jurídica de derecho público, con autonomía administrativa, patrimonial y técnica, sujeto a un régimen legal propio.

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.

El Banco rendirá al Congreso informe sobre la ejecución de las políticas a su cargo y sobre los demás asuntos que se le soliciten.

*Artículo 372.*— La Junta Directiva del Banco de la República será la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, conforme a las funciones que le asigne la ley. Tendrá a su cargo la dirección y ejecución de las funciones del Banco y estará conformada por siete miembros, entre ellos el Ministro de Hacienda, quien la presidirá. El Gerente del Banco será elegido por la Junta Directiva y será miembro de ella. Los cinco miembros restantes, de dedicación exclusiva, serán nombrados por el Presidente de la República para períodos prorrogables de cuatro años,

reemplazados, dos de ellos, cada cuatro años. Los miembros de la junta directiva representarán exclusivamente el interés de la Nación.

El Congreso dictará la ley a la cual deberá ceñirse el Banco de la República para el ejercicio de sus funciones y las normas con sujeción a las cuales el Gobierno expedirá los estatutos del Banco en los que se determinen, entre otros aspectos, la forma de su organización, su régimen legal, el funcionamiento de su junta directiva y del consejo de administración, el período del gerente, las reglas para la constitución de sus reservas, entre ellas las de estabilización cambiaria y monetaria, y el destino de los excedentes de sus utilidades.

El Presidente de la República ejercerá la inspección, vigilancia y control del Banco en los términos que señale la ley.

*Artículo 373.*— El Estado, por intermedio del Banco de la República, velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda.

El Banco no podrá establecer cupos de crédito, ni otorgar garantías a favor de particulares, salvo cuando se trate de intermediación de crédito externo para su colocación por medio de los establecimientos de crédito, o de apoyos transitorios de liquidez para los mismos. Las operaciones de financiamiento a favor del Estado requerirán la aprobación unánime de la junta directiva, a menos que se trate de operaciones de mercado abierto. El legislador, en ningún caso, podrá ordenar cupos de crédito a favor del Estado o de los particulares.





Editado por el Departamento de Publicaciones  
de la Universidad Externado de Colombia  
en septiembre de 2007.

Se compuso en caracteres Palatino de 11 puntos  
y se imprimió en papel propalibros de 70 gramos  
Bogotá, Colombia

*Post tenebras spero lucem*

