

VIRAJES EN POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA: El periodo 1998-2004

Por: Sergio Clavijo ^{*/}

Febrero de 2005

I. Teoría y Práctica de los Virajes en Política Económica

Con frecuencia se afirma que las ciencias avanzan a medida que se hacen nuevas preguntas, entendiéndose que este es el resultado natural de haber ido respondiendo en forma satisfactoria las “viejas preguntas”. En economía, por el contrario, parecemos estar respondiendo siempre las “viejas preguntas” con nuevas respuestas, que cambian según la coyuntura.

Diversas escuelas económicas han intentado enfrentar este dilema, propio de las ciencias sociales, a través de preguntarse cuándo es que ocurre un “cambio de régimen” que amerita adoptar nuevas estrategias. El enfoque de expectativas “racionales” concluyó que para dilucidar esto sería necesario conocer los “parámetros profundos” del sistema, pero la incidencia práctica de esta proposición ha sido casi nula, pues no existe una forma satisfactoria de contrastarlos con las “formas reducidas” (que son las que conocemos en el día a día).

Más importante ha sido el aporte de esta escuela al intentar averiguar cuándo las políticas económicas pueden o no ser anticipadas por los agentes económicos y, por lo tanto, ser parcial o totalmente neutralizadas. En esta misma dirección ha trabajado la escuela que postula el análisis de “umbrales”, como la forma de averiguar en qué rangos cabe aplicar tal o cual política. Fuera de esos “umbrales” lo que se presenta es un cambio de régimen que requiere operar con otras políticas, lo cual conlleva a adoptar “virajes en política económica”. Una consolidación de esa nueva visión económica, tras la aplicación de un

^{*/} Miembro de la Junta Directiva Banco de la República (Octubre 1999 – Febrero 2005). Reflexiones escritas con ocasión de su renuncia a la Junta Directiva.
Email: sclavijo@uniandes.edu.co

adecuado “viraje” en política económica, podría llegar a configurar cambios estructurales y un nuevo conocimiento sobre cómo obrar bajo ese nuevo régimen (en un sentido pre-paradigmático).^{1/}

La aplicación de las “teorías de viraje” son aun mas complejas en los casos de la política monetaria y cambiaria, pues es bien conocido el argumento de que altas volatilidades en estos frentes afectan de forma grave el desempeño del sector real. De allí que los Bancos Centrales hagan sus mejores esfuerzos por evitar giros bruscos en sus políticas o cambios inesperados en la dirección de su instrumental, particularmente de las tasas de referencia que guían el mercado monetario. Así, cuando se estima adecuado iniciar un ciclo de mayor laxitud en la política monetaria, los bancos centrales señalan públicamente la dirección en que atisban a moverse, pero su implementación debe y le conviene al sector real que sea parsimoniosa.

Las reflexiones que presentamos a continuación cobijan el periodo 1998-2004, durante el cual se presentaron virajes fundamentales en política monetaria y cambiaria:

1. Se volvió a la indexación plena en el sistema hipotecario, donde la UVR se igualó a la inflación IPC, según la orden impartida por la Corte Constitucional y ratificada por el Congreso a través de la Ley 546 de 1999. Todo esto en el marco de la crisis financiera de 1998-1999. Subsiste un enconado debate económico sobre el grado de culpabilidad que le cabe al Banco de la República por no haber contenido la “burbuja especulativa”. Las autoridades del periodo 1993-1997 han señalado que ellos advirtieron en repetidas ocasiones sobre cómo el manejo fiscal del momento conduciría a dicho desenlace.^{2/} Igualmente, subsiste otro debate relacionado con la incidencia específica que tuvo el alza de

^{1/} Sobre las teorías de “umbrales” y “cambios de régimen” véase Ghosh y Wolf (1998) y sobre las analogías entre el paradigma científico tipo-Kuhn y las ciencias sociales véase Clavijo (2001a).

^{2/} La hipótesis de inadecuada contención de la “burbuja especulativa” puede consultarse en Carrasquilla et al. (1994) y la hipótesis de “advertencias repetidas” en Urrutia (2002).

las tasas de interés del Banco de la República, durante el periodo Abril 1998 – Junio 1999, sobre el costo real de los créditos hipotecarios.^{3/}

2. Se adoptó la flotación cambiaria en Septiembre de 1999, tras un convulsionado periodo de “bandas reptantes”, con cruciales ajustes en Diciembre de 1994, Agosto de 1998 y Julio de 1999. Igualmente se implementó un novedoso y exitoso sistema de “opciones cambiarias” que permitieron desacumular reservas internacionales netas (RIN), en momentos en que la elevada depreciación amenazaba la meta de inflación (principios de 2003), o acumularlas cuando resultaba conveniente fortalecer la capacidad de pago externa del país (durante 2004 y 2005). El debate nacional se ha dado en dos aspectos. Uno sobre la oportunidad de la flotación en esa fecha o si ha debido ocurrir antes para haber evitado la excesiva alza de las tasas de interés, la cual intentaba minimizar la pérdida de las RIN.^{4/} Otro aspecto mas reciente del debate sobre la flotación es si el mismo objetivo de mantener cierta estabilidad en el stock de las RIN se logra mejor a través de las “reglas de opciones” o a través de mecanismos velados de intervención o con medidas regulatorias, incluyendo los encajes sobre los créditos externos privados de corto plazo.^{5/}

^{3/} De un lado están quienes argumentan que el problema no fue la generación de un costo adicional en el servicio de la deuda hipotecaria (1998-1999), por cuenta de la atadura de la corrección monetaria a la DTF que rigió durante 1993-1999. Se afirma que Fogafin, a través de la emergencia económica de noviembre de 1998, y posteriormente la Corte, al ordenar las reliquidaciones, ayudaron a neutralizar dicho efecto. De otro lado están quienes argumentan que ese perjuicio a los deudores fue el detonante de la “desvalorización hipotecaria” que finalmente alteró el valor de las viviendas y desencadenó un colapso del llamado “loan to value”. Argumentaciones a favor de la “neutralización” del mayor costo crediticio se encuentran en Kalmanovitz (2003), mientras que la hipótesis de caída en el “loan to value” se pueden consultar en MHCP (1998), Cardenas y Badel (2003) y Clavijo (2004a). Sobre la incidencia de esos mayores costos hipotecarios puede consultarse Clavijo (2001b), Cuellar (2002) y Tenjo y López (2003).

^{4/} A favor de la hipótesis de que la flotación cambiaria, aun en Septiembre de 1999, resultaba prematura han estado Hernandez y Flórez (2000); Villar (1999) alertaba sobre algunos riesgos, mientras que Clavijo (1999) abogaba inclusive por haber hecho una flotación mas temprana, lo cual le implicó una investigación preliminar de la Procuraduría, al ser acusado por parte de algunos Congresistas de generar “pánico cambiario”.

^{5/} Villar y Rincón (2001) presentan una visión relativamente favorable a los controles de capital, al menos en el corto plazo, mientras que la literatura internacional es cada vez mas escéptica sobre su efectividad. Inclusive ahora se reconoce que dichos controles pueden

Como veremos mas adelante, este último debate, que parecía ser un tema de “eficiencia” en el manejo del nivel adecuado de las RIN, ha empezado a desbordar dicho objetivo y el debate nacional ha tomado otra orientación durante 2004-2005. Ahora el Banco Central parecería perseguir el doble objetivo no solo de que las RIN sirvan para disminuir la volatilidad de las tasas de interés (lo cual va en línea con la “inflación objetivo”), sino también que ese acervo de RIN resulte compatible con un nivel deseado de tasa de cambio real (con lo cual se regresa a etapas que creíamos ya superadas, al pensar que el Banco Central puede fijar el nivel de la tasa de cambio y al mismo tiempo hacer la tarea de mantener la inflación baja y estable, que ordena la Constitución de 1991).

¿Será que con un esquema de flotación cambiaria encubierta-administrada se puede lograr también un determinado objetivo de tasa de cambio real o será que este último riñe con las metas pluri-anales de inflación? En mi opinión, las intervenciones cambiarias veladas difícilmente pueden alterar el curso de mediano plazo de la tasa de cambio real y, por el contrario, pueden constituirse en una grave amenaza para el cumplimiento de las metas de inflación. Algo similar ocurre con las regulaciones cambiarias que buscan alterar dicha trayectoria de la tasa de cambio real y que, en ocasiones, bien pueden terminar por afectar los principios de la regulación prudencial, tanto bancaria como de las AFPs.

3. Se consolidó el esquema de “inflación objetivo”, cuya fase de transición venía del periodo 1995-1997,^{6/} y en Octubre de 2000 se anunció formalmente la adopción de una des-inflación gradual con metas plurianuales, que fueron pasando de metas puntuales (2000-2002) a metas-rango (2003-2005). Sobre la forma en que se dio este tránsito existen diversas interpretaciones; la hipótesis de una “transición ordenada” es defendida, como corresponde, a las autoridades que enfrentaron dicho transito, mientras que la hipótesis de

tener efectos indeseados de llegar a elevar las tasas de interés de corto plazo, especialmente para los empresarios con menor acceso crediticio (Ffrench-Davis y Villar, 2003).

^{6/} Véase Flórez (1997) y Villar (2001).

una “transición algo traumática” es esgrimida por los analistas externos o miembros que recién entraban a la nueva Junta del Emisor.^{7/}

II. La Junta del Banco de la República 1998-2005

A pesar de los múltiples inconvenientes para el sector real y los debates sobre cómo haber reducido y estabilizado las tasas de interés más rápido, cómo haber logrado un nivel “óptimo de RIN” y cómo evaluar los beneficios de la flotación cambiaria, lo que es indudable es que el Banco Central le ha ganado la batalla a la inflación durante el periodo 1998-2005. La sociedad como un todo ha ido convergiendo en sus expectativas de inflación de niveles del 10% al 5% en la actualidad y tiene en la mira metas estables de mediano plazo cercanas al 3%. Este es un crucial legado de la Banca Central Independiente, la cual coordina su accionar con los planes de desarrollo económico y social de cada gobierno y le reporta al Congreso de la República sus políticas. La comunidad nacional e internacional estará atenta a la forma en que este legado de estabilidad monetaria y cambiaria se habrá de preservar por parte de la nueva Junta Directiva.

Tal como se aprecia en el Cuadro 1, se trata de una Junta Directiva que tiene todos los atributos para lograrlo y cuyas características no se alejan mucho del promedio observado durante el periodo 1991-2005. Su composición es mayoritariamente de origen político conservador, seguida de los liberales y donde los independientes todavía guardan alguna presencia. Su origen regional sigue siendo fundamentalmente del centro del país, aunque ahora el área occidental (incluyendo Antioquia) ha subido su representación, al tiempo que la representación de la Costa o del Oriente ha desaparecido. En materia de género se observa que la participación femenina ha sido nula durante todo el periodo 1997-2005. La procedencia de sus miembros, al momento de la vinculación a la Junta, viene prioritariamente de cargos públicos; la edad promedio de vinculación a la Junta ha sido de 49 años, aunque recientemente dicho promedio descendió en dos años; aquellos con títulos

^{7 /} La hipótesis de una “transición ordenada” puede consultarse en Villar (1999), Hernández y Tolosa (2001) y Urrutia (2002), mientras que la hipótesis de una transición

de doctorado en economía todavía representan casi dos terceras partes del directorio, superando el promedio histórico del 50%.

Aunque resulta algo arbitrario entrar a calificar las actuaciones “promedias” de cada miembro de la Junta, según periodos, nuestra evaluación nos llevó a concluir que estas actuaciones han tenido un carácter ortodoxo la mayoría de las veces, aunque en el periodo mas reciente (2003-2004) tuve la impresión que la heterodoxia había logrado la mayoría en ciertos temas, que comentaré mas adelante. Como a las Juntas debe evaluárseles por las acciones cumplidas, resulta prematuro entrar a calificar a la Junta entrante, pero, repetimos, creemos que cuenta con todos los atributos necesarios para terminar de consolidar el éxito que ya se ha tenido en enrutar la inflación hacia el 3% anual.

Cuadro 1: Composición de la Junta Directiva del Banco de la República 1991-2005
(Incluyendo al Ministro de Hacienda y al Gerente General)

	1991-1992	1993-1994	1995-1996	1997-1998	1999-2000	2001-2002	2003-2004	2005-	Prom. 1991-2005
Gobierno:	Lib.	Lib.	Lib.	Lib.	Con.	Con.	Indep.	Indep.	
Partidista:									
Liberal	4	2	2	4	3	2	2	2	38%
Conser.	3	3	3	2	2	3	3	4	41%
Indepen.	0	2	2	1	2	2	2	1	21%
Regional:									
Costa	0	1	2	2	2	1	1	0	16%
Centro	6	6	4	3	4	6	5	4	68%
Oriental	0	0	0	1	1	0	0	0	4%
Occid.	1	0	1	1	0	0	1	3	13%
Género:									
Mujer	1	1	1	0	0	0	0	0	6%
Hombre	6	6	6	7	7	7	7	7	94%
Univ. Pregr.									
Pública	0	1	2	3	3	1	1	0	20%
Privada	7	6	4	4	4	6	6	7	80%
Procedencia									
Pública	1	4	5	6	6	6	6	6	71%
Privada	6	3	2	1	1	1	1	1	29%
Inclinación									
Ortodoxa	4	4	5	4	5	6	3	?	63%
Heterod.	3	3	2	3	2	1	4	?	37%
Edad Prom.(años)	48	48	49	49	51	50	49	47	49
Estud.Doctor. (%)	43	57	57	43	29	43	71	57	50

Fuente: Actualización con base en Clavijo (1999).

traumática, resultante de una crisis cambiaria-financiera con des-inflación fortuita, puede consultarse en Clavijo (2002).

Este éxito de des-inflación gradual no hubiera sido posible sin la autonomía monetaria-cambiaria ganada a nivel Constitucional; tampoco se habría logrado sin el concurso profesional del equipo técnico del Banco de la República liderado por José D. Uribe y Hernando Vargas, donde la formación al mas alto nivel ha jugado un papel crucial, pero donde todavía quedan tareas por perfeccionar.^{8/}

Igualmente, ha sido crucial el respeto a las reglas del juego interno sobre toma de decisiones, en un complicado ambiente de cuerpo colegiado, lo cual nos ha exigido a todos un alto profesionalismo. Nada podría alterar mas este sano ambiente que actuaciones individuales tipo “caballo de Troya”. Sea esta la ocasión para agradecerle la importante labor institucional que ha adelantado en los frentes jurídicos-económicos nuestro actual Secretario de la Junta y Gerente Ejecutivo, Dr. Gerardo Hernández.

Aprovecho también para destacar la forma gallarda y profesional en que los colegas enriquecieron mis conocimientos y generaron sanos debates, especialmente agradezco a Miguel Urrutia y Roberto Junguito sus debates sobre “el mejor momento y forma para lanzar la flotación” (Agosto 1998 – Septiembre 1999); a Antonio Hernandez sus aportes sobre “la mejor forma de nivelar la bañera-monetaria” y proveer la liquidez adecuada (1999-2000); a Salomón Kalmanovitz sus debates sobre institucionalidad y leyes (particularmente los relacionados con la Corte Constitucional 2002-2003); a Leonardo Villar sus sincera discusión-práctica sobre regulaciones cambiarias y los “encajes sobre créditos externos de corto plazo” (durante su desmonte 2000-2001 y su posible restablecimiento 2003-2004); a Carlos Caballero sus aportes sobre el sector financiero (2002) y a Fernando Tenjo sus discusiones sobre los efectos riqueza/deuda de los hogares/firmas sobre el ciclo económico (2003-2004); igualmente, al resto de colegas, con quien compartí menos tiempo, mis agradecimientos.

^{8/} La contribución de las becas-crédito ha sido crucial desde mediados de los años ochenta y su personal beneficiado ha sido una “cantera” clave para alimentar la tecnocracia en todas las áreas del sector público. Sin embargo, creo que deben redoblarse esfuerzos para evitar algunos drenajes recientes hacia el exterior, que podrían afectar la masa crítica de funcionarios públicos; mayores detalles en Clavijo (2005).

III. El Cambio de Régimen 1998-1999

Durante los años ochentas y prácticamente la primera mitad de los años noventa, el Banco de la República operó con un sistema de “metas monetarias intermedias”. Sin embargo, la fijación de la tasa de cambio a través de un sistema de mini-devaluaciones generaba una masa monetaria con un alto componente endógeno, lo cual, aparejado con las “innovaciones financieras”, hacía muy difícil ceñirse a dichas metas monetarias.

La mayor flexibilización cambiaria del periodo 1994-1997 fue preparando el camino para “virar” hacia un nuevo régimen monetario, que desde 1995 tenía algunos de los elementos de lo que hoy conocemos como el esquema de “inflación objetivo”. En particular, la decisión de transmitir las señales de la política monetaria a través de las tasas de interés fue reduciendo la importancia de los “corredores monetarios” y la lectura que de ellos hacía el mercado. Finalmente se llegó a reemplazarlos por unas “líneas de referencia monetaria”, en el periodo 1998-2000, y a abolir posteriormente su uso público para evitar lecturas erróneas por parte del mercado.

El hecho de anunciar anualmente una meta de inflación, como se hizo entre 1991-1998, no era suficiente para consolidar la “inflación objetivo”, pues estas metas debían tener un carácter pluri-anual, acompañarse de altas dosis de credibilidad, aciertos en los pronósticos de inflación y una baja dependencia fiscal.

Otro elemento distorsionante del periodo 1994-98 era que los agentes económicos percibían que el sistema cambiario de mini-bandas operaba como un ancla nominal.^{9/} En efecto, a pesar de que en Julio de 1998 se propuso el sistema de mini-bandas como preeminente frente a los corredores monetarios, en la práctica ocurrió lo contrario, pues en Septiembre

^{9/} El equipo técnico del Banco de la República así lo señalaba: “... durante la existencia del régimen cambiario de bandas reptantes, este instrumento cambiario fue considerado por el mercado como la verdadera meta intermedia (en vez de los agregados monetarios), a pesar de las ampliaciones de la banda cambiaria y de los anuncios de las autoridades negando la existencia de dicha ancla cambiaria” (Uribe et al., 1999).

de 1998 y nuevamente en Junio de 1999 se desplazó la banda cambiaria. Esto terminó por generar gran incertidumbre sobre la relación entre las metas intermedias monetarias y las metas cambiarias.

Hacia finales de septiembre de 1999 y tras la pérdida de una porción significativa de las RIN, la Junta del Banco de la República tuvo que optar por la flotación cambiaria. Sin embargo, al tener como referente un programa de ajuste macroeconómico con el Fondo Monetario Internacional, dicha flotación resultó mucho menos traumática respecto de lo que anticiparon algunos analistas e inclusive algunos miembros de la Junta Directiva.

El abandono de metas monetarias intermedias y la flotación cambiaria configuraron un marco clave para ir virando hacia la inflación objetivo durante el periodo Septiembre 1999 – Octubre 2000. Los principales elementos de este esquema de des-inflación gradual pueden resumirse así:

1. Señalamiento de un cronograma de mediano plazo para la inflación del IPC cubriendo un horizonte de tres años (con metas de convergencia hacia el largo plazo). A medida que dicha inflación fue bajando, dichas metas puntuales se transformaron en metas-rango para reforzar su credibilidad.
2. Modulación de las tasas de interés de referencia del Banco Central para asegurar dicho cronograma de des-inflación gradual, con evaluaciones periódicas del funcionamiento del canal monetario y crediticio.
3. Esfuerzos por disminuir la llamada “dependencia fiscal” y mantenimiento de la independencia del Banco Central con el fin de generar credibilidad sobre dichas metas de inflación.

Todo lo anterior implicaba que la estrategia para consolidar una inflación baja y estable requería de una mayor flexibilidad en el manejo del instrumental monetario. Esto suponía que el mercado cambiario se debía desenvolver con sus propios criterios de flotación, basado en dos elementos claves:

1. Acumular/Des-acumular Reservas Internacionales a través del sistema de opciones, moderando la liquidez con esterilizaciones monetarias; y

2. Moderar las volatilidades extremas del tipo de cambio, utilizando también el mecanismo de opciones de manera simétrica para comprar/vender divisas.

El propósito fundamental de la nueva estrategia era asegurar el cumplimiento de la tendencia deseada de des-inflación. En el corto plazo, podrían existir desviaciones temporales debido a la presencia de choques exógenos (cambios en la velocidad de circulación del dinero, alteraciones de tipo tributario por alzas en el IVA), pero el compromiso de des-inflación de mediano plazo prevalecería.

IV. Amenazas al Esquema de “inflación Objetivo”: Algunos Episodios

Durante el periodo 1998-2004 han ocurrido episodios y políticas que han amenazado este exitoso esquema de compromiso con la des-inflación gradual y la flotación cambiaria (siendo esta última la condición básica para poder fijar exógenamente la cantidad de dinero y así dar cumplimiento futuro a las metas de inflación).

A. Créditos del Emisor al Gobierno. Durante el periodo de la crisis financiera 1998-2000, la Junta del Banco de la República fue objeto de múltiples presiones para que emitiera créditos a favor del gobierno y, en particular, de las entidades públicas que se encontraban en dificultad. El gobierno resistió dichas presiones al hacerle entender al Congreso que lo que se necesitaba era una Ley crediticia que le asignara nuevas funciones a Fogafin (Ley 510 de 1999) y volviera a organizar el sector hipotecario (Ley 546 de 1999); además, se adoptó una oportuna Ley de quiebras que ayudó a “comprar tiempo” para que el sector real pudiera restablecer sus canales de pago a la DIAN y a los acreedores privados (Ley 550 de 1999).^{10/}

A pesar de esas acertadas ejecutorias, el Congreso le insistió al Banco no solo en mantener una política monetaria totalmente relajada, sino que le propuso entrar a redescantar directamente cartera comercial de los bancos públicos y privados. Fue entonces cuando la

Junta Directiva, por unanimidad, expidió sus primeras notas editoriales colegiadas, en Agosto 17 de 2000, en la cuales se dieron mensajes contundentes:

“... algunos analistas han argumentado que la economía colombiana puede absorber una expansión monetaria superior... o dirigir la expansión monetaria primaria directamente al gobierno...”

El primer factor [que] dejan de lado estas propuestas es el efecto de mayores expectativas de inflación... El segundo factor ... es su efecto sobre los márgenes de los bonos colombianos colocados en el exterior... Finalmente, algunos analistas han argumentado que si el Banco otorga al gobierno un crédito subsidiado... contribuiría a reducir los desequilibrios fiscales. Esto, sin embargo, no es así. El subsidio corresponde a las utilidades del Banco... además... otorgar crédito directo al gobierno tiene efectos negativos asociados a la señal de falta de compromiso con el ajuste estructural de las finanzas públicas.”^{11/}

El Banco de la República logró mantener una política monetaria holgada durante todo este periodo post-crisis financiera y sin necesidad de incurrir en créditos directos al gobierno nacional, lo cual resultaba totalmente inconveniente, por las razones ya aludidas. Mas aun, durante el segundo semestre del año 2000, el Banco de la República realizó operaciones usando títulos de Fogafin que le permitieron a esa entidad culminar su exitosa tarea de liquidación del Banco Central Hipotecario, el cual venía incurriendo en riesgosas prácticas financieras. No se trató de un “crédito encubierto” al sector público, como lo insinuaron algunos Congresistas, sino de un decisivo apoyo del Banco Central al sistema financiero como un todo, en momentos de tensión financiera, tal como lo ordena la Constitución Nacional.^{12/} Adicionalmente, Fogafin y el Banco de la República cumplieron labores de apoyo al sistema de pagos, mientras se ejecutaba el cierre histórico de la antigua Caja Agraria, que tantas pérdidas le representó al fisco nacional durante las tres últimas décadas, al desviar sus créditos y volverse un foco de corrupción y desgreño sindical.

La lección a este respecto es que el Banco de la República ha estado atento apoyar al sistema financiero cuando las circunstancias así lo ameritan, pero también ha insistido sobre los graves peligros que encierra llegar a otorgar créditos directos al gobierno con

^{10/} Véase las Memorias de Hacienda de Juan C. Restrepo de 1999-2000.

^{11/} Véase Junta Directiva del Banco de la República (2000).

^{12/} Detalles sobre este histórico evento pueden consultarse en Hernández (2000).

propósitos fiscales, máxime cuando este no los necesita y dispone de los mercados locales e internacionales para tal propósito. Facilitar dineros al gobierno bajo estas circunstancias sería co-honestar con la falta de esfuerzo fiscal.

B. Entrega de las RIN al Gobierno. En momentos en que se discutía la reforma tributaria de finales del año 2002, el tema de un eventual crédito del Emisor al gobierno nacional volvió a resurgir, esta vez bajo la hipótesis de que el Banco de la República incurría en un gran costo económico al mantener un aparente exceso de RIN. En consecuencia, algunos Congresistas presionaron al Ejecutivo para que este solicitara la entrega de cerca del 30% de las RIN al gobierno para que procediera a pre-pagar parte de su deuda externa. En vez de haber frenado este tipo de indebidas presiones por parte del Congreso sobre el Emisor, el Ejecutivo terminó haciéndole el juego al Congreso, al temer que de lo contrario no le sería aprobada su reforma tributaria.^{13/}

El desenlace de este infortunado episodio es bien conocido:

1. El Ejecutivo elevó una solicitud formal para que se estudiara la magnitud de dicho exceso de RIN;
2. El Emisor concluyó (bajo presión política) que dicho exceso era del orden de los US\$500 millones; algunos miembros de la Junta no compartimos dicha conclusión y, de hecho, abogamos por una mayor acumulación de RIN, dados los riesgos de contagio que se observan en el mercado internacional respecto a la sostenibilidad de la deuda del Brasil;
3. Al no existir consenso al interior de la Junta para dar un crédito directo al gobierno, se procedió entonces a “triangular” operaciones, de tal manera que el mayor espacio en el mercado de TES le permitiera al gobierno hacerse a suficientes pesos para completar la compra de los US\$500 millones. Cerca de la mitad de esta suma se entregó con cargo a las utilidades del Banco. La entrega de utilidades con cargo a las RIN no constituía ninguna novedad, pues ya se había operado de esta forma en años recientes.

El resultado final de la operación es el de haberle dado a la opinión pública una falsa sensación de “alivio” en el costo de la deuda pública, por cuenta de una supuesta reducción

del nivel de las RIN. La verdad es que ni hubo pre-pago de la deuda pública (pues para esto se requiere generar superávits fiscales), ni hubo reducción de las RIN (de hecho, estas se incrementaron en cerca de US\$2,400 millones durante el 2004, a pesar de haberle facilitado los socorridos US\$500 al gobierno, que bien los hubiera podido comprar en el mercado “spot”, ahí sí ayudando a evitar una mayor apreciación de la tasa de cambio).^{14/}

Lo mas grave de este episodio es haber creado el precedente de que el Congreso puede, efectivamente, presionar al Emisor por cuenta de condicionar Leyes que necesariamente debe tramitar el Ejecutivo ante el Legislativo. Adicionalmente, al haberse concluido que el nivel óptimo de RIN bordeaba los US\$10,000 millones y que, por lo tanto, parecía existir un exceso de RIN, el Banco de la República terminó abriendo una compuerta a insulsos debates sobre si el exceso de RIN ha dejado de ser US\$500 para ubicarse en niveles de US\$2,500 millones al finalizar el 2004.

De hecho la agenda que algunos Congresistas han pretendido plantearles a los nuevos miembros de la Junta es ver cómo “facilitan” esos supuestos excesos de RIN al gobierno. Cosa muy distinta es que por razones de balance operativo del BR pueda resultar conveniente elevar nuevamente la tenencia de TES-B y que, buscando este objetivo monetario y no fiscal, puedan hacerse operaciones para lograr este cambio de activos en sumas moderadas durante el 2005.

C. Delegación de la Vigilancia del Cupo de Tes por parte del Banco de la República.

En Febrero de 2004, la Junta estimó conveniente revisar los procedimientos existentes sobre las aprobaciones de los cupos de TES por parte del Banco de la República (BR). Esto a raíz de la solicitud de incremento del acervo de TES de corto plazo.^{15/}

^{13/} Mayores detalles en Clavijo (2003).

^{14/} Mayores detalles en Clavijo (2004b).

^{15/} Mayores detalles en Clavijo (2004c).

La Junta acordó desde entonces sustituir las revisiones puntuales de los cupos de TES, tanto de corto como de largo plazo, por un análisis más profundo en el cual el Banco Central pudiera sentar su visión de mediano y largo plazo sobre la evolución de la deuda pública y su incidencia sobre la política monetaria y cambiaria. Así, desde principios de 2004 el Banco ha dejado de pronunciarse sobre el manejo de dichos cupos y solo se pronuncia al respecto cuando se analiza el presupuesto anual, que se discute en el Congreso.

En mi opinión, este procedimiento altera una sana práctica que le resultaba útil al Banco para monitorear la incidencia de la colocación de TES sobre el mercado monetario y financiero. Cabe recordar que durante el periodo 1991-2002 fueron comunes las discusiones al interior de la Junta sobre las restricciones que deberían imponerse a los títulos de deuda pública que aspirarán a ser transados con el Banco Central. Se adoptaron entonces restricciones al plazo de emisión de dichos títulos y se buscó que tuvieran siempre un referente de mercado. Estas condiciones eran especialmente importantes cuando quiera que el Banco decidiera recomprarle en firme al mercado dichos títulos, usualmente durante el último trimestre del año, para satisfacer la demanda estacional por dinero, todo en el marco de regulación de la liquidez.

Las restricciones más comunes consistían en que el BR no debería tener una porción de más del 45-55% de las emisiones respectivas; los títulos tenían que haber sido “madurados” en el mercado secundario (usualmente por más de un año) y, para evitar problemas de acumulación de vencimientos y de impactos indeseados sobre el mercado de los CDTs, se mantuvo la prohibición de que el gobierno pudiera colocar títulos TES con maduración inferior a un año durante el periodo 1991-2002.

La profundidad del mercado de TES, que era prácticamente nula en 1992 y que llegó a representar cerca del 15% del PIB al cierre del 2000, hacía recomendable “extender” la curva a cotizaciones de corto plazo. Después de haber analizado con cuidado los riesgos de re-financiamiento, tipo Tesobonos Mexicanos de mediados de los años noventa, la Junta decidió aprobar una primera colocación de TES a menos de un año por un monto inicial

muy moderado (en enero de 2003). Esta cifra se fue incrementando rápidamente hasta alcanzar un nuevo umbral en Mayo de 2003.

Previamente, la Junta había aprobado (en Octubre de 1998) la indexación al dólar de una pequeña parte de sus TES, en momentos de turbulencia internacional y como una forma de “desfogar” la presión sobre la banda cambiaria, la cual acaba de sufrir una de sus primeras alteraciones. Afortunadamente y hasta la fecha, dicho acervo indexado al dólar nunca ha superado el 10% del total de la deuda pública interna y en la actualidad es casi nulo. Así, el riesgo de re-financiamiento por componente de indexación ha sido bajo, pero el riesgo de tipo crediticio (riesgo por tasa de interés) podría irse incrementando en la medida en que se pase de un criterio de “marcar cotizaciones” en la parte corta de la curva hacia un criterio de complementariedad del “financiamiento” del faltante fiscal.

Debido a los peligros que conlleva este doble cambio (en los procedimientos de aprobación del cupo de TES por parte de la Junta y en el incremento del cupo de corto plazo) considero que el Banco requiere monitorear mas de cerca el tema de la “dependencia fiscal”, la cual puede llegar a amenazar el éxito de la estrategia de “inflación objetivo”.

D. Habilitación de Títulos para operaciones REPO

El Banco ha evitado hasta la fecha habilitar toda una serie de papeles para operaciones REPO y se ha concentrado en los títulos de deuda pública (incluyendo algunos relacionados con Fogafin). Esto no solo se ciñe a los mandatos de la Ley 31 de 1992, sino que es compatible con la práctica de la banca central ortodoxa.

Con frecuencia se escuchan ideas heterodoxas que apuntan a extender esa gama de papeles hacia una zona gris, como es la relacionada con títulos públicos amparados en “vigencias futuras”, que a la fecha no conforman deuda pública como tal. También se discuten formas de habilitar cupos agrícolas en el Emisor, mas allá del probado mecanismo de las

inversiones obligatorias que hoy se manejan a través de Finagro.^{16/} O, inclusive, en contra expresa de la norma legal, se ha sugerido que el Emisor descuenta cartera comercial del sector financiero o la habilite para adelantar operaciones REPO (aun en épocas en que no existen riesgos sistémicos). Algo similar se ha sugerido con la cartera de Bancoldex.

Es indudable que esta línea heterodoxa, de rompimiento con la sana separación de Banca Central respecto a la banca privada, terminaría por abrir un boquete de expansión monetaria, con serios riesgos de credibilidad para un Banco Central que viene ganando la lucha contra la inflación. Cabe recordar que una inusitada expansión monetaria afectaría dicha confianza, siendo el principal afectado el propio gobierno, al deteriorarse rápidamente la prima de riesgo sobre su deuda pública local e internacional.

E. La Importancia de la Flotación Cambiaria y los Peligros de las Mini-Bandas

Por último, queremos referirnos a las intervenciones discrecionales en el frente cambiario, adoptadas desde Octubre de 2004. El mecanismo de intervenciones veladas tuvo una doble justificación al cierre del año 2004: permitía inyectar liquidez al mercado, en línea con la tradicional provisión de recursos que demanda la economía durante el último trimestre, y, adicionalmente, servía para ayudar a mitigar temporalmente la apreciación nominal que había pasado de niveles promedio de 7% en el primer semestre a cerca de 14% en esos últimos meses.

Sin embargo, este mecanismo se distorsionó de forma grave cuando el gobierno amenazó al Banco de la República, en Diciembre 20 de 2004, con decretar una emergencia económica con el propósito de fijar el Ejecutivo, de forma unilateral, la tasa de cambio nominal. Parte del equipo económico se opuso fuertemente a este tipo de medidas y, en general, la opinión pública repudió tanto las amenazas a la institucionalidad, como la falta de sindéresis económica al pensar en fijar “el precio de la divisa” o en adoptar esquemas de tasas de cambio múltiple, que han probado ser altamente inequitativos.

^{16/} Véase López (2005).

La medida resultante adoptada por el Banco fue la de continuar con intervenciones discrecionales, pero acompañadas ahora con el cierre de las ventanillas de captación, en momentos en que tradicionalmente estas ayudaban a recoger los excesos de liquidez de principios de año. Si bien la inflación de cierre de 2004 se comportó bien, cumpliéndose la meta del 5,5%, es evidente que el mercado se encuentra nervioso frente a la eventual decisión de tener que elevar las tasas de interés de referencia del Banco, re-abrir las ventanillas de captación y tener que abandonar la dualidad existente entre tasa de cambio e inflación durante el 2005. La esencia del problema reside en que las intervenciones cambiarias discrecionales han vuelto la masa monetaria una variable endógena, lo cual riñe con las señales de relajamiento temporal de la política monetaria, implementada a través del cierre de la ventanilla de captación y el consiguiente descenso de la tasa interbancaria del periodo diciembre 2004 – febrero 2005.

El comportamiento de la inflación a principios del 2005 ha permitido un margen de acción, pero probablemente este se irá estrechando a medida que el Federal continúe con sus alzas medidas en las tasas de interés de referencia, que bien podrían alcanzar niveles de 3,5-4,0% al cierre del 2005. En mi opinión, la nueva Junta Directiva debe hacer sus mejores esfuerzos por lograr una normalización de la política monetaria y cambiaria, congruente con los éxitos ya probados del esquema de inflación objetivo, donde las señales se venían dando de forma transparente a través de la repo-central y de la flotación cambiaria. La inflación baja y estable no solo son requisitos claves para restituir la inversión privada, tal como ha venido ocurriendo, sino que es la base del financiamiento público de corto y largo plazo. Hago entonces mis mejores votos para que estos objetivos y metas se preserven para la posteridad, sabiendo que ello redundará en mejores posibilidades de crecimiento económico y mayor empleo.

Referencias

- Caballero, C. (2002) “Una Nota sobre la Evolución, la Estructura de la Deuda Pública, y su Impacto en el Sistema Financiero Colombiano” Borradores de Economía (Banco de la República, No. 200, Febrero).
- Cardenas, M. y A. Badel (2003) “La Crisis de Financiamiento Hipotecario en Colombia: Causas y Consecuencias” Coyuntura económica (Fedesarrollo, Septiembre).
- Carrasquilla, A., A. Galindo y D. Vásquez (2000) “El Gran Apretón Crediticio en Colombia: Una Interpretación” Coyuntura Económica (Fedesarrollo, Marzo).
- Carrasquilla, A., A. Galindo y H. Patrón (1994) “Endeudamiento e Inflación de Activos en Colombia” XIV Simposio sobre Mercado de Capitales (Asobancaria-Banco de la República).
- Clavijo, S. (1999) “Reflexiones sobre Política Monetaria e ‘Inflación Objetivo’ en Colombia” Borradores de Economía (No. 141).
- Clavijo, S. (2001a) Economía: Entre la Ciencia y el Poder (Libros de Cambio, Editorial AlfaOmega, Noviembre).
- Clavijo, S. (2001b) Fallos y Fallas Económicas de la Corte Constitucional (Libros de Cambio, Editorial AlfaOmega, Abril).
- Clavijo, S. (2002) “Política Monetaria y Cambiaria en Colombia: Progresos y Desafíos (1991-2002)” Ensayos Sobre Política económica (No. 41-42, Junio-Diciembre).
- Clavijo, S. (2003) “Las Reservas Internacionales Netas (RIN) y la Estabilidad Macroeconómica” (Comentarios a raíz de la Presentación del Documento: Análisis sobre el Nivel Adecuado de las Reservas Internacionales – SGEE-1203-028-J; constancia dejada en la Junta Directiva de Diciembre 19 de 2003).
- Clavijo, S. (2004a) “La Vivienda en Colombia: Sus Determinantes Socio-Económicos y Financieros Borradores de Economía (Banco de la República, Agosto).
- Clavijo, S. (2004b) “Activación del Mecanismo de Desacumulación de las RIN Teniendo como Comprador Pre-Establecido al Gobierno Nacional” (Constancia dejada en la Junta Directiva del Banco de la República, Mayo 14 de 2004).
- Clavijo, S. (2004c) “Los Cupos de los TES y el Papel del Banco Central Respecto al Seguimiento de la Deuda Pública” (Constancia dejada en la Junta Directiva de Febrero 20 de 2004).
- Clavijo, S. (2005) “Formación Económica y Productividad Social: El Caso de los Estudios de Post-Grado” (Banco de la República, Enero, ver en la WEB: Wepondo).
- Cuellar, M.M. (2002) “Sector Hipotecario: Situación y Perspectivas” (ICAVI, Julio)
- Ffrench-Davis, R. and L. Villar (2003) “The Capital Account and Real Macroeconomic Stabilization: Chile and Colombia” (Paper presented at ECLA, April).
- Flórez, L.B. (1997) “En la Junta Directiva del Banco: Algunas Experiencias y Reflexiones” Cuadernos de Economía (No. 27, Departamento de Teoría y Política Económica, Universidad Nacional de Colombia).
- Ghosh, A. y H. Wolf (1998) “Thresholds and Context Dependence in Growth” (NBER, No. 6480).
- Hernández, A. (2000) “Emisiones Clandestinas” Revista del Banco de la República (Agosto).
- Hernández, A. y J. Tolosa (2001) “La Política Monetaria en Colombia en la Segunda Mitad de los Noventa” Revista del Banco de la República (Febrero);

- Junta Directiva del Banco de la República (2000) “Emisión, inflación y Crecimiento” (Notas Editoriales de la Junta Directiva del Banco de la República, Agosto de 2000, Revista del Banco de la República – Separata Especial).
- Kalmanovitz, S. (2003) “Los Fallos del Juez Constitucional: El Caso de la Capitalización de Intereses” en Ensayos sobre Banca Central: Comportamiento, Independencia e Historia (Grupo Editorial Norma).
- López-Michelsen, A. (2005) “El Remezón en el Sector Agropecuario” *El Tiempo* (Febrero 6, p.22).
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (1998) “La Corrección Monetaria y la Deuda Hipotecaria” (Vice-Ministerio Técnico, Noviembre).
- Restrepo, J.C. (2000) Memorias de Hacienda 1999-2000 (Ministerio de Hacienda y Crédito Público).
- Tenjo, F. and E. López (2003) “Credit Bubble and Stagnation in Colombia, 1990-2001” Colombian Economic Journal (Vol. 1, No.1, November).
- Uribe, J., J. Gómez y H. Vargas (1999) “Strategic and Operational Issues in Adopting Inflation Targeting in Colombia” (Banco de la República, Documento Presentado en el Seminario sobre *Inflation Targeting*, Noviembre).
- Urrutia, M. (2000) “Políticas para Evitar Burbujas Especulativas en Finca Raíz” Revista del Banco de la República (Enero).
- Urrutia, M. (2002) “Una visión Alternativa: La Política Monetaria y Cambiaria en la Última Década” Borradores de economía (Banco de la República, No. 207, Mayo);
- Villar, L. (1999) “Política Cambiaria en un Proceso de Ajuste Ordenado” Revista del Banco de la República (Octubre).
- Villar, L. (2001) “Reflexiones para una Evaluación de la Política Monetaria” Revista del Banco de la República (Septiembre).
- Villar, L. y H. Rincón (2001) “Flujos de Capital y Regímenes Cambiarios en la Década de los Años Noventa” Ensayos Sobre Política Económica (Junio).