

# REFLEXIONES PARA UNA EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Leonardo Villar Gómez\*

## Introducción

*Como parte del Seminario sobre “Inflación y Banca Central en Colombia”, el grupo Macrópolis, conformado por estudiantes y profesionales recién egresados de la facultad de economía de la Universidad Nacional, organizó un panel sobre la evaluación de la política monetaria en los últimos diez años. Durante estos años, el Banco de la República ha actuado bajo las reglas de la nueva Constitución y en particular con una Junta Directiva que no depende directamente del Gobierno nacional. El presente artículo resume las reflexiones presentadas por el autor en dicho panel*

## Objetivos de la política monetaria

El primer paso para una evaluación de la política monetaria en el último decenio es revisar los objetivos asignados al Banco de la República por parte de la Constitución de 1991. Allí, el nuevo banco central independiente recibió un mandato específico como su función primordial, consistente en velar por el mantenimiento del valor adquisitivo del peso colombiano. La misma Constitución fue explícita, sin embargo, en que el Banco debería ejercer sus funciones en coordinación con la política económica general, lo cual implica que sus decisiones no pueden ser ajenas a otros objetivos de la política económica como el empleo o el crecimiento económico.

En palabras de la Corte Constitucional, las funciones de la Junta Directiva del Banco de la República *“deben ejercerse en coordinación con la política económica general y sus actuaciones, como las de los demás órganos del Estado, deben propender a la realización de los valores del Estado social de derecho y a la materialización de los fines propios de la intervención del Estado en la economía. Esto significa que si bien la*

---

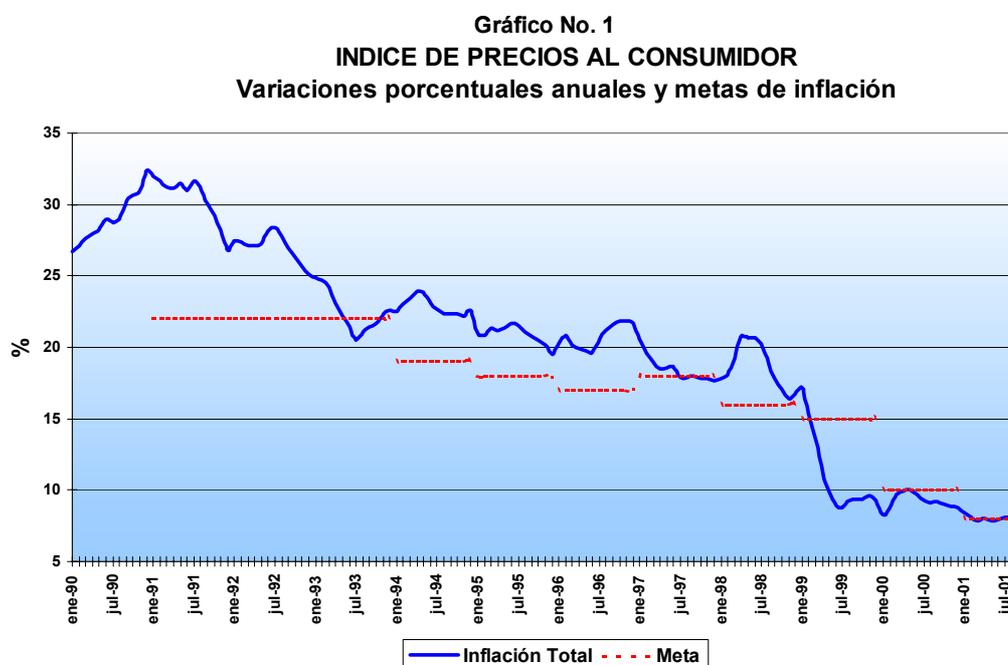
\* Co-Director, Junta Directiva del Banco de la República. Presentación realizada en el Seminario sobre “Inflación y Banca Central en Colombia” organizado por el grupo Macrópolis, Universidad Nacional de Colombia, septiembre 5 de 2001. Las opiniones aquí expresadas son de responsabilidad exclusiva del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

*finalidad primaria de la actividad del Banco es la estabilidad de precios, sin embargo esta institución 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”<sup>1</sup>.*

### Resultados macroeconómicos y complejidad de una evaluación de la política monetaria.

En el contexto de los objetivos descritos, la evaluación de la política del Banco de la República debe hacer referencia a los resultados obtenidos durante los últimos diez años tanto en materia de inflación como del desempeño económico general.

En lo que se refiere a la inflación, los logros son evidentes. De un ritmo de crecimiento de los precios al consumidor de 32.4% en 1990, hoy lo tenemos en 8% (Gráfico 1). Además, el proceso de reducción de la inflación continúa actualmente y no hay expectativas entre los agentes económicos de que se vaya a revertir. Esto, por supuesto, redundará en mayor tranquilidad cambiaria y en tasas de interés nominales inferiores a las que Colombia había visto en más de 25 años.

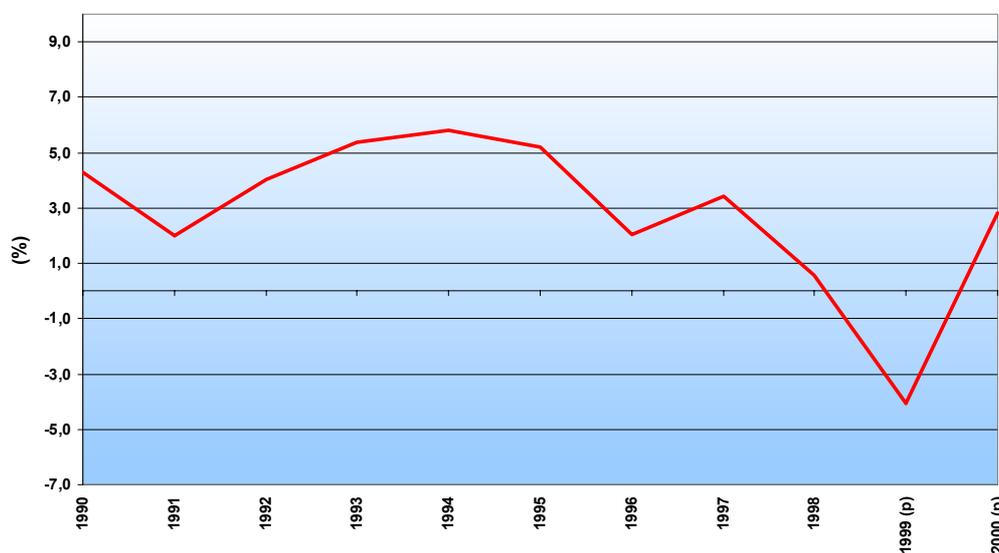


<sup>1</sup> Sentencia C-481 de 1999 de la Corte Constitucional.

Podría preguntarse válidamente por qué la reducción de la inflación fue tan gradual después de que la nueva Constitución otorgó autonomía al Banco de la República para cumplir con sus propósitos. Las metas de inflación establecidas por el propio Banco siguieron siendo superiores a los estándares internacionales y durante varios años --hasta 1996-- las tasas de inflación observadas fueron superiores a esas metas. Apenas en 1999, además, se hizo realidad el viejo anhelo de tener la inflación en un solo dígito.

Creo que la respuesta a esta pregunta radica precisamente en que el Banco estuvo sujetando su política de reducción de la inflación a otros objetivos que también se consideraban importantes, en particular, a facilitar un crecimiento económico razonable y a evitar una revaluación real del peso aún mayor a la que se observó entre 1991 y 1996. En este sentido es claro que el Banco no fue ajeno en ningún momento a esas consideraciones. Por otra parte, sin embargo, es importante destacar que el cumplimiento de las metas de inflación desde 1997 ha sido muy importante para ajustar las expectativas, reforzar la credibilidad del Banco, romper la inercia inflacionaria del pasado y facilitar hacia el futuro una convergencia de las tasas de inflación hacia niveles compatibles con los que se observan a nivel internacional.

**Gráfico No. 2**  
**CRECIMIENTO DEL PIB**  
(Variación porcentual anual)

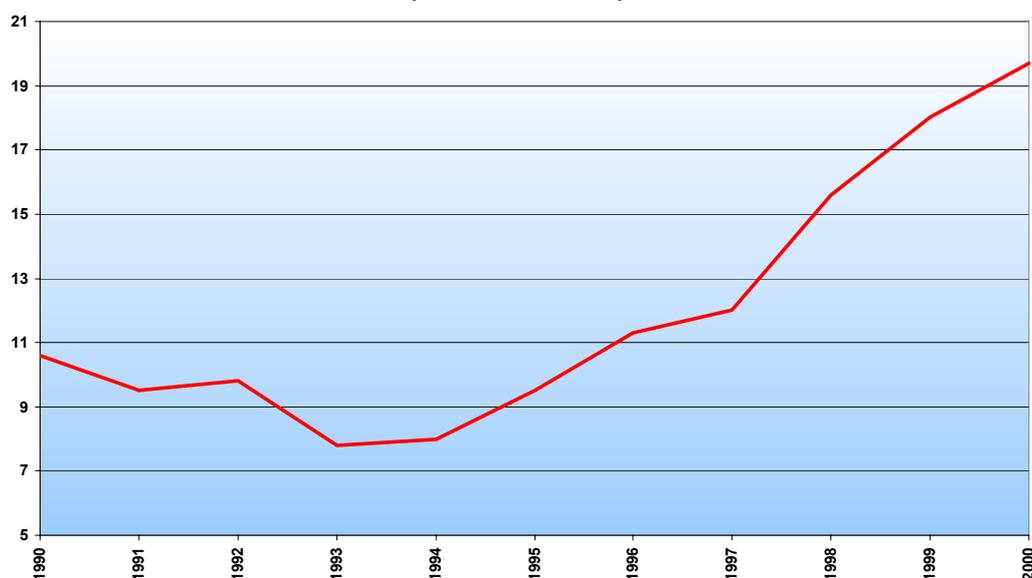


En contraste con los resultados en materia de inflación, otros resultados macroeconómicos durante la década de los 90 fueron muy negativos. Desde 1996, el crecimiento económico, medido por el desempeño del PIB, se ubicó por debajo del promedio histórico y en 1999 observamos una

recesión abierta, de magnitudes desconocidas en la Colombia del siglo XX (Gráfico 2). En el período más reciente, además, el dinamismo de la producción y del ingreso real de los colombianos sigue ubicándose muy por debajo de los estándares históricos. En promedio, para la década de los noventa, la tasa anual de crecimiento del PIB fue de 2.7%, la cual se compara en forma muy desfavorable frente a 3.4% en los años ochenta y 5.5% en los setenta.

La tasa de desempleo, por su parte, refleja el pobre desempeño de la actividad económica, con un incremento durante los últimos seis años que la ubica actualmente en niveles cercanos a 18% para las grandes ciudades y a 15% a nivel nacional, superiores a los de cualquier período anterior de nuestra historia (Gráfico 3).

**Gráfico No. 3**  
**TASA DE DESEMPLEO \***  
(Total 7 ciudades)



\* Las cifras corresponden a datos de fin de año.  
Fuente: DANE-Encuesta Nacional de Hogares.

En resumen, después de que al Banco de la República se le otorgó un nuevo mandato constitucional y se le dio autonomía para cumplir con su función, los resultados en materia de inflación son bastante positivos pero el desempeño económico general es muy pobre.

La tendencia de una parte no despreciable de la opinión pública colombiana --e incluso de algunos analistas-- es asociar esos malos resultados en términos de crecimiento económico y empleo con el proceso de reducción de la inflación y con las políticas adoptadas por el Banco de la República en desarrollo de su nuevo mandato y su nueva estructura jurídica. Lo que

voy a argumentar a continuación es que esta asociación resulta demasiado simplista y que una evaluación de la política monetaria de los últimos diez años sería muchísimo más compleja.

Permítanme hacer aquí una digresión, introduciendo un símil entre la evaluación de la política monetaria y la evaluación del arquero de un equipo de fútbol. Los que no sabemos de este deporte tendemos a creer que el arquero es malo siempre que el equipo en el que juega pierde el partido y bueno cuando su equipo gana. No nos damos cuenta de que el arquero que calificamos como bueno posiblemente terminó invicto, no por su propia actuación, sino gracias a los defensas del equipo, que nunca dejaron llegar el balón hasta el arco. Así mismo, el arquero que calificamos de malo porque tuvo un gol en contra posiblemente fue el que evitó la goleada a la que lo habían dejado expuesto unos malos defensas de su propio equipo o una ofensiva muy arrolladora del equipo contrario. La misión del técnico del equipo consiste en mirar cuidadosamente todos estos aspectos antes de tomar una decisión sobre el arquero para el siguiente partido. El buen técnico es aquel que no se deja guiar exclusivamente por el número de goles y tiene capacidad para dirimir si al que debe cambiar es el arquero, los defensas o la estrategia global que se usa en el partido.

Traigo a cuento el símil anterior porque creo que aquellos que adjudican al Banco de la República la culpa de todos los males del país lo hacen en una forma tan simplista como sería culpar al arquero Oscar Córdoba por el mal desempeño de la selección Colombia en las eliminatorias para el mundial o como sería, también, adjudicarle a Córdoba todos los méritos del buen desempeño que tuvo la selección durante la Copa América.

El punto que quiero enfatizar es que el desempeño de una economía como la colombiana depende de muchísimos factores dentro de los cuales la actuación del Banco de la República, aunque importante, es sólo una parte. Esa actuación, además, se encuentra condicionada por decisiones que se toman en otras instancias del Estado colombiano, por el contexto internacional y por lo que sucede en otros ámbitos de la vida política y social del país.

Una evaluación seria de la política monetaria de los últimos diez años no puede limitarse por lo tanto a culparla por todos los malos resultados que se han visto en el desempeño general de la economía colombiana, así como tampoco se puede restringir a destacar los logros que ha tenido en términos de reducción de las tasas de inflación. Sin pretender hacer ese tipo de evaluación, en las secciones que siguen hago unas reflexiones generales sobre dos tópicos que serían importantes para ella:

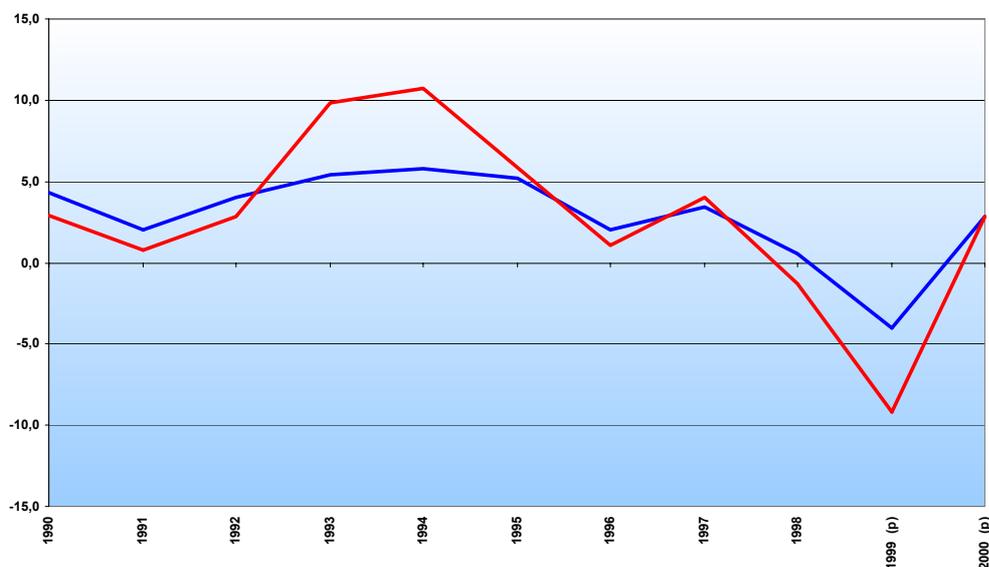
1. El primero se relaciona con algunos de los grandes cambios que sufrió la estructura económica colombiana en la década de los noventa, con los cuales podríamos vincular los resultados obtenidos en materia del desempeño económico general. Más que con la política monetaria y la reducción de la inflación, esos cambios estuvieron vinculados a mi juicio con el aumento sin precedentes del gasto tanto público como privado, el cual condujo a una grave reducción del ahorro nacional y a un proceso de endeudamiento insostenible, que terminó por estallar en medio de la crisis de financiamiento internacional del período 1997-1999.
2. El segundo tópico tiene que ver con las restricciones que enfrentó la política monetaria para actuar con un propósito anticíclico y compensar las oscilaciones macroeconómicas provenientes de otras fuentes.

#### Gasto público, gasto privado, endeudamiento y crisis

Desde el punto de vista de la estructura económica doméstica, fueron muchos los cambios que se presentaron a lo largo de la década de los noventa. A mi juicio, sin embargo, los malos resultados obtenidos en términos del desempeño económico general tienen que ver ante todo con dos procesos coincidentes que se iniciaron hacia 1992: un fuerte aumento del gasto público asociado al desarrollo de la nueva constitución y un aumento también acelerado del gasto privado, facilitado por el fácil acceso que hubo en ese período al endeudamiento externo.

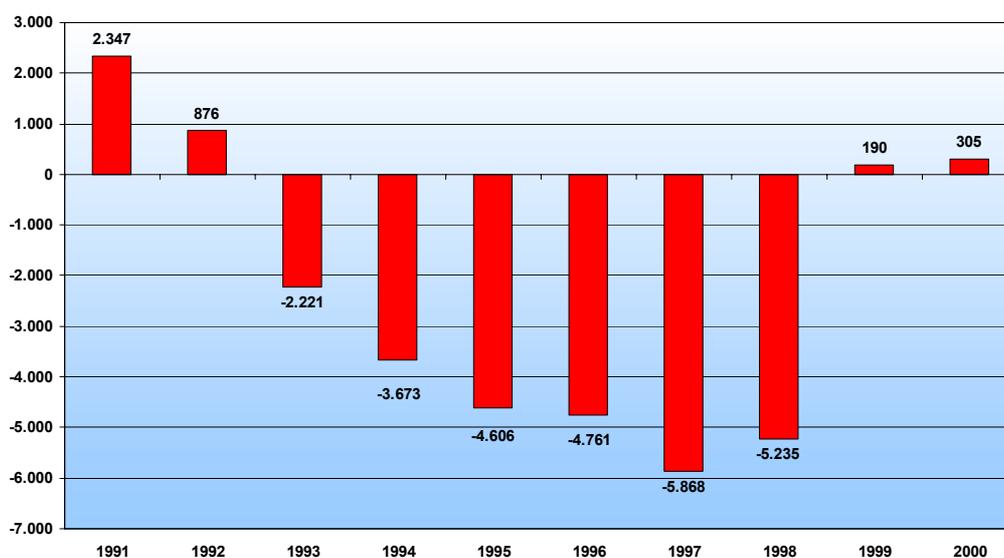
En el Gráfico 4 se presentan las tasas de crecimiento del PIB y de la demanda interna (o absorción) para la década de los noventa. Allí se aprecia claramente el aumento del gasto total, público y privado, que tuvo lugar en el período inmediatamente posterior a 1992. En efecto, entre 1993 y 1994 la demanda interna creció a un ritmo superior al 10% real anual, mucho más rápido que el de la producción nacional.

**Gráfico No. 4**  
**Crecimiento del PIB y de la Demanda Interna**  
**Variaciones porcentuales anuales**



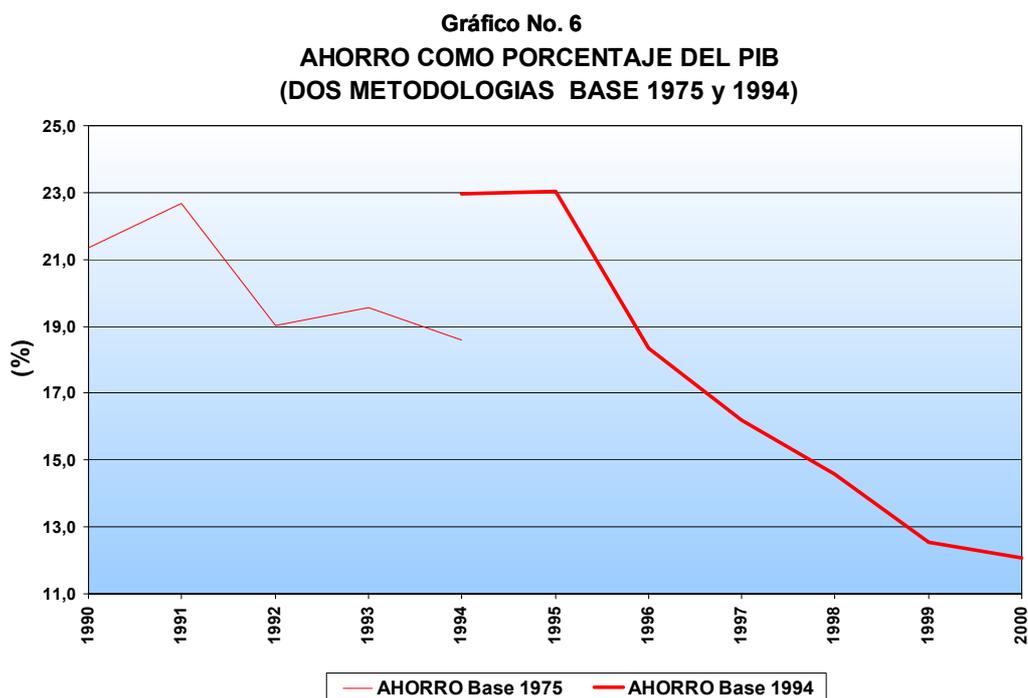
El rápido crecimiento de la demanda interna se tradujo en un déficit corriente de la balanza de pagos que, como es bien sabido, no es otra cosa que el exceso de gasto de los residentes en Colombia con respecto a la producción nacional. Como se puede apreciar en el Gráfico 5, después de mostrar excedentes significativos en 1991 y 1992, la cuenta corriente del país con el resto del mundo registró un déficit cercano a los US\$ 5.000 millones en 1995.

**Gráfico No. 5**  
**CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS**  
**1991-2000**  
**Millones de dólares**



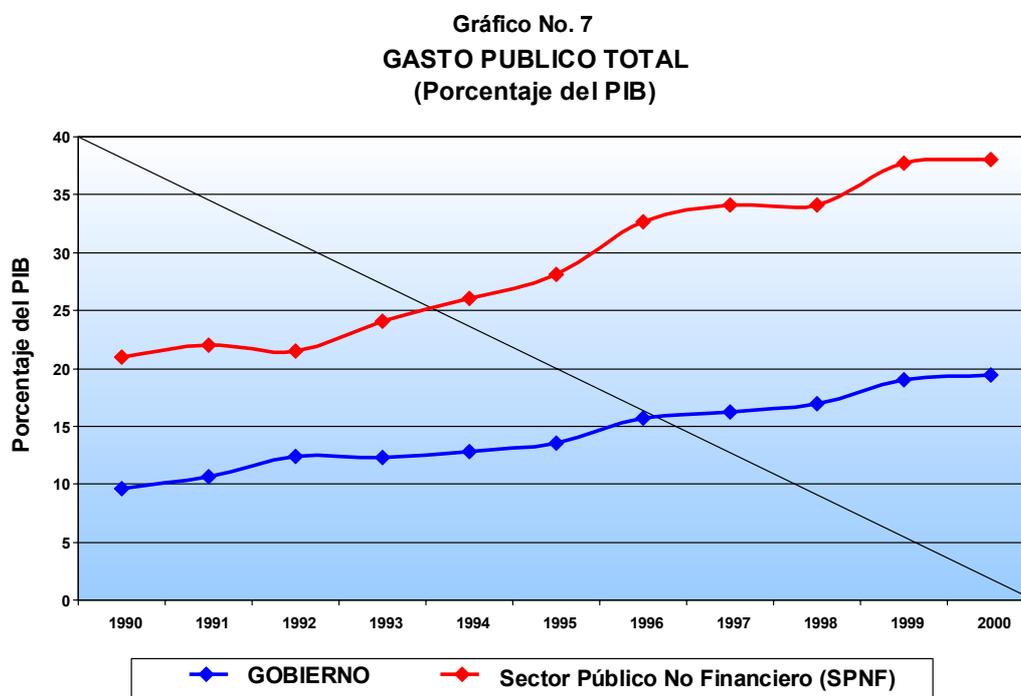
En los años posteriores a 1995, las tasas de crecimiento del gasto total de los colombianos fueron similares a las de la producción. Como el gasto ya era más grande que la producción, esto implicó que el exceso de gasto persistiera. Así, el déficit corriente de la balanza de pagos mantuvo hasta 1998 niveles similares a los de 1995.

El comportamiento del gasto descrito en los párrafos anteriores tiene su contrapartida en lo sucedido con el ahorro de los colombianos. Desafortunadamente no existe una serie de datos consistentes sobre la evolución del ahorro nacional para toda la década de los noventa debido a los cambios en la metodología de cuentas nacionales que introdujo el DANE cuando estableció el año 1994 como nueva base para esas cuentas. Sin embargo, las cifras reflejadas en el Gráfico 6 permiten afirmar que la caída en el ahorro total como proporción del PIB fue del orden de 3 puntos porcentuales entre 1991 y 1994 y de 11 puntos adicionales entre 1994 y 2000, para un total de 14 puntos porcentuales. No es una exageración decir que Colombia se ubicó en el año 2000 entre los países con una menor tasa de ahorro del mundo.



La caída en el ahorro está íntimamente vinculada con el aumento del gasto público que se presentó durante la década. El gobierno nacional aumentó sus gastos de un nivel cercano al 10% del PIB en 1990, nivel en el cual se había mantenido durante varias décadas, hasta casi 20% del PIB en el año 2000. Por su parte, el sector público consolidado aumentó sus gastos de

manera aún más fuerte, llevándolos de un nivel cercano al 20% del PIB a comienzos de los noventa a más de 37% del PIB a finales de la década (Gráfico 7).



El aumento del gasto público no sólo implicó que el ahorro público se redujera de manera drástica sino que afectó también el ahorro privado en la medida en que forzó un aumento de los impuestos y redujo por esa vía el ingreso disponible de los hogares y las empresas. A pesar de ello, durante el período comprendido entre 1992 y 1997, el sector privado no redujo sus gastos sino que procedió a endeudarse rápidamente tanto con prestamistas del exterior como con el sector financiero doméstico (Cuadro 1). La deuda externa privada, que representaba menos del 8% del PIB en 1991 llegó a superar el 18% del PIB en 1997. Simultáneamente, la deuda en pesos con el sistema financiero se expandió tan rápidamente que la deuda privada total, incluyendo la interna y la externa pasó de menos del 30% del PIB en 1991 a más del 50% en 1997<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Las cifras de deuda privada externa presentadas en el Cuadro 1 difieren de las que tradicionalmente divulga el Banco de la República por cuanto aquí se incluye como “privada” la deuda intermediada por bancos oficiales.

**Cuadro No. 1**  
**COLOMBIA: DEUDA PRIVADA**

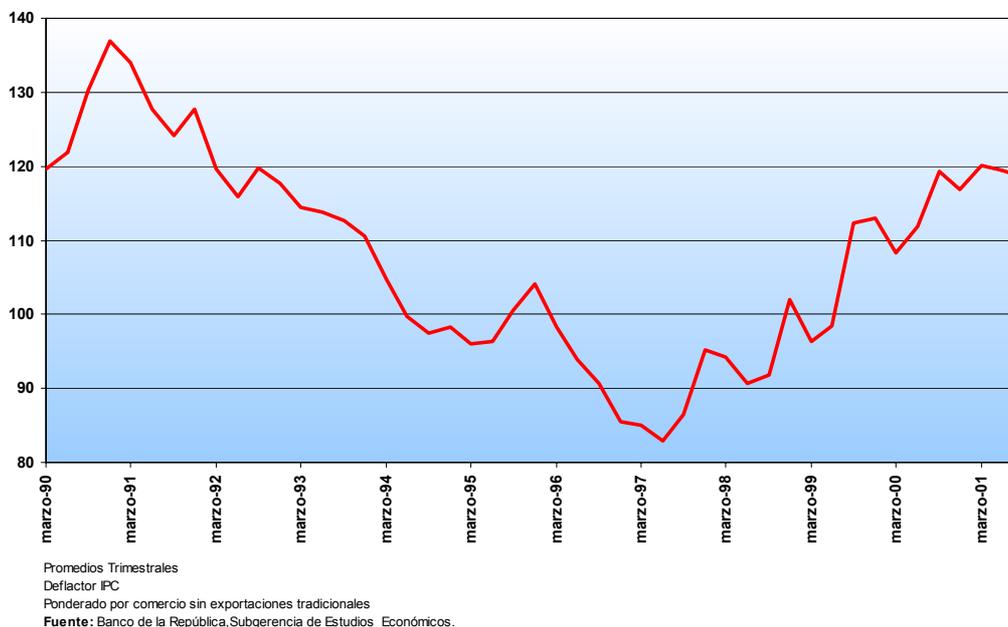
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 pr/	2000 pr/	2001 pr/
<b>A. PROPORCIÓN DEL PIB</b>												
1. Deuda Domestica (denominada en pesos)	23,5	21,5	22,4	25,8	27,6	29,8	31,7	33,0	32,9	31,4	25,9	25,1
2. Deuda Externa (denominada en Dólares)	9,4	7,8	7,6	9,1	10,6	13,0	14,4	18,0	18,4	19,1	19,1	19,1
a. A través del Sistema Financiero Doméstico	4,8	3,8	3,9	4,4	4,1	4,8	4,7	5,8	5,3	4,1	3,2	2,9
b. Préstamos Extranjeros Directos	4,5	4,0	3,7	4,7	6,4	8,1	9,8	12,2	13,1	15,0	15,9	16,2
3. Deuda Privada Total (1+2)	32,9	29,4	30,0	35,0	38,2	42,7	46,1	51,1	51,3	50,6	45,0	44,3
<b>B. MILLONES DE US DÓLARES</b>												
Deuda Externa Privada	3.876	3.369	4.042	5.799	8.588	11.072	14.434	16.956	16.790	15.214	14.528	14.851
a. A través del Sistema Financiero Doméstico	1.995	1.646	2.071	2.784	3.354	4.143	4.664	5.485	4.825	3.251	2.451	2.271
b. Préstamos Extranjeros Directos	1.881	1.722	1.971	3.015	5.234	6.929	9.770	11.471	11.965	11.963	12.077	12.580

Fuente : Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos  
pr: Preliminar

Paradójicamente, el fuerte aumento del gasto público no implicó en el período anterior a 1998 aumentos importantes en la deuda pública (Cuadro 2). De hecho, a finales de 1997 la deuda pública era apenas el 27.3% del PIB, inferior a la de comienzos de la década. La razón para ello fue que el mayor gasto público se financió en una primera etapa con aumentos de impuestos y posteriormente con privatizaciones. Sin embargo, desde el punto de vista de la economía en su conjunto el aumento del gasto público sí requirió grandes montos de financiamiento externo que llegaban al país como endeudamiento privado o como flujos de inversión extranjera directa asociada con los procesos de privatización de empresas públicas. Ese financiamiento era el que permitía sostener los grandes niveles de déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos a los cuales ya hice referencia y era también el que inducía un fuerte proceso de revaluación real del peso, con graves efectos sobre la competitividad externa de la producción nacional (Gráfico 8).

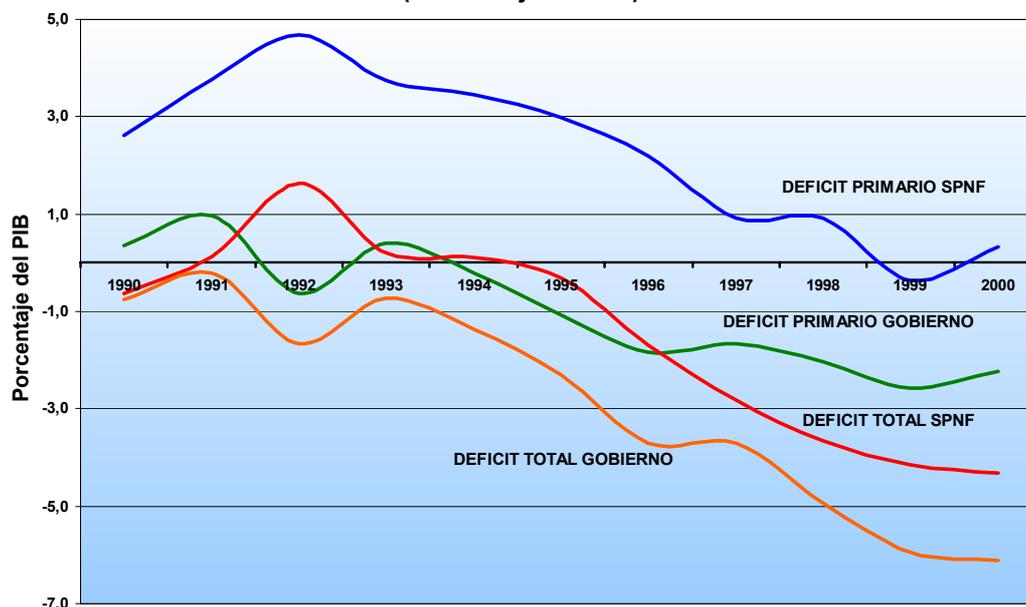
<b>Cuadro No. 2</b>			
<b>DEUDA EXTERNA PUBLICA Y PRIVADA DE COLOMBIA</b>			
<b>(Porcentaje del PIB)</b>			
	<b>Publica</b>	<b>Privada</b>	<b>Total</b>
1990	33,0	5,4	38,4
1995	16,8	10,0	26,7
1997	15,4	14,3	29,7
1998	18,6	15,2	33,8
1999	23,3	16,4	39,7
2000	24,4	16,3	40,8
2001 (Jun.)	26,6	16,8	43,4

**Gráfico No. 8**  
**Indice de Tasa de Cambio Real**  
**Base (1994=100)**



La crisis económica de 1998 y 1999 estalló precisamente en el momento en que se interrumpieron los grandes flujos de financiamiento externo que estaban llegando al país para financiar el exceso de gasto y el déficit corriente de la balanza de pagos. Tras los descalabros sufridos en Asia en 1997 y en Rusia en 1998, la comunidad financiera internacional simplemente no quiso seguir financiando desequilibrios tan grandes como los que presentaba la economía colombiana. Ante el cierre del financiamiento externo, la economía tuvo que ajustar dramáticamente el gasto y en la medida en que el gobierno no ajustó el suyo, el ajuste recayó de manera desproporcionada sobre el sector privado. De hecho, para 1999 la economía colombiana ya no contaba con financiamiento externo neto y no podía financiar un exceso de gasto con respecto a la producción. El déficit público, sin embargo, se mantuvo en ese año en niveles aún mayores a los de los años precedentes (Gráfico 9). Por lo tanto, fue el sector privado el que tuvo que reducir de manera drástica tanto su consumo como sus gastos de inversión. El primero cayó en ese año en 5.4% real y los segundos sufrieron un recorte de más del 44% con respecto al año precedente. Esto permitió ajustar el déficit externo pero implicó también una grave contracción de la demanda por producción nacional, la cual conllevó una fuerte recesión y un dramático aumento del desempleo.

Gráfico No. 9  
DEFICIT PRIMARIO Y TOTAL DEL SECTOR PUBLICO COLOMBIANO  
(Porcentaje del PIB)



### Movilidad internacional de capitales y autonomía de la política monetaria

En conclusión, detrás de la crisis reciente del empleo y el crecimiento hay un proceso originado en variables fiscales y de financiamiento externo. Adjudicar esa crisis a la política monetaria o al proceso de reducción de la inflación es simplemente pasar por alto las causas más profundas de los fenómenos económicos.

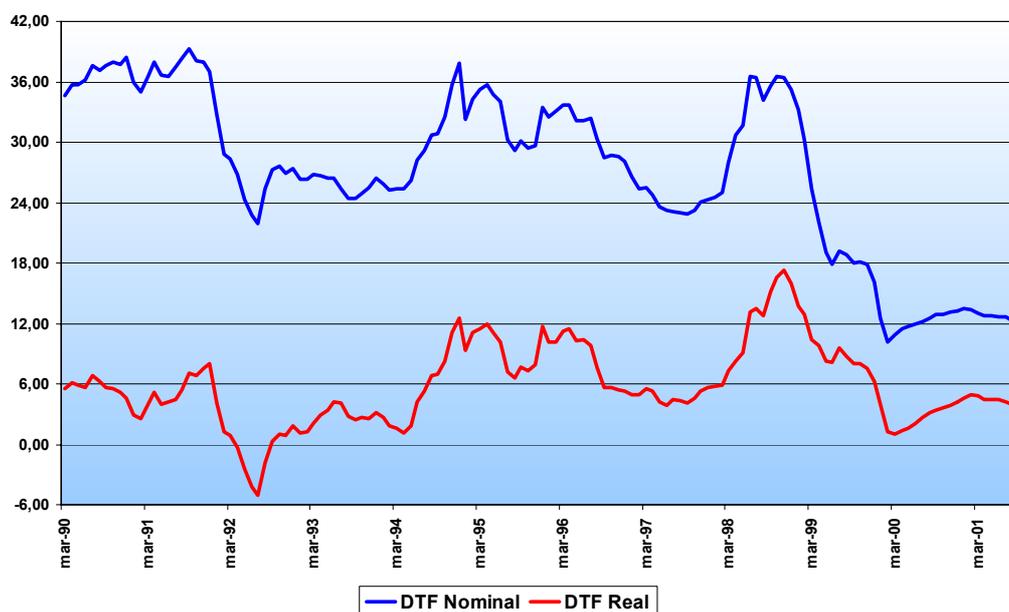
La política monetaria no fue por lo tanto la causa de la crisis. Aún así, resulta válido plantear la discusión sobre el grado en que la política monetaria actuó en una forma anticíclica o por el contrario lo hizo en forma procíclica, exacerbando las fases de auge y de recesión. En principio, dados los ciclos económicos que generan la política fiscal del gobierno, la situación de orden público o las condiciones económicas internacionales, la política monetaria debería actuar tratando de contrarrestarlos o de minimizar sus impactos negativos. En otras palabras, la política monetaria debería cumplir un papel anticíclico.

Esto me lleva directamente al segundo tópico de reflexión que anuncié anteriormente, relacionado con las restricciones que enfrentó el Banco de la República para hacer política anticíclica durante la última década. El argumento que quiero desarrollar aquí es que esas restricciones fueron

particularmente grandes por factores vinculados con la movilidad internacional de capitales.

En el Gráfico 10 se presenta la evolución de las tasas de interés nominales y reales desde comienzos de la década de los noventa. Si consideramos que las tasas de interés reales son un buen indicador de la postura de la política monetaria, su comportamiento a lo largo de la década muestra que esa política no siempre tuvo un carácter anticíclico.

**Gráfico No. 10**  
**Tasa de Interés Nominal y Real - DTF -**  
**Porcentaje Efectivo Anual**



Así, por ejemplo, se puede observar que las tasas reales de interés fueron muy bajas en el período comprendido entre comienzos de 1992 y mediados de 1994, período en el cual, como vimos antes, el gasto total de la economía estaba creciendo rápidamente y la tasa de desempleo era baja. Debe recordarse sin embargo que en ese período estaban entrando al país grandes flujos de capitales externos que se habrían incrementado aún más con tasas de interés más altas de las que se observaron en la práctica. El efecto de un aumento en la tasa de interés habría sido una revaluación del peso adicional a la que se estaba presentando, lo cual a su vez habría tenido efectos negativos sobre una balanza en cuenta corriente que como ya vimos era muy deficitaria.

En contraste, las tasas de interés reales fueron muy altas en 1998 y comienzos de 1999, cuando la contracción de la demanda descrita anteriormente ya se estaba presentando y desde el punto de vista de los

equilibrios internos habría sido deseable que la política monetaria fuera más holgada. La razón para ello tiene que ver nuevamente con lo que estaba sucediendo en el frente de los flujos de capitales internacionales. En ese período, ante el cierre del financiamiento internacional para la economía colombiana, había desconfianza en el peso y el estímulo a sacar capitales del país era grande. Eso presionaba las tasas de interés al alza y generaba una disyuntiva muy difícil para la política monetaria. Las autoridades tenían que escoger entre males: mantener las tasas de interés altas, con los ineludibles efectos negativos sobre la actividad productiva, o tratar de reducir las tasas de interés de manera artificial, con el grave riesgo de que ese intento fuera ineficaz para reducirlas y condujera en cambio a una gran inestabilidad macroeconómica, con inmensas salidas de capitales del país y una recesión acompañada de grandes presiones inflacionarias como las que conocieron la mayor parte de los países de América Latina en la década de los ochenta, Argentina a comienzos de los noventa o Ecuador en el período más reciente. Ante esta disyuntiva lo único que se podía hacer era optar por el mal menor, manteniendo las tasas de interés altas de manera temporal y creando las condiciones para que se pudieran reducir posteriormente en una forma sostenible.

Es claro, de esta manera, que la movilidad internacional de capitales impuso grandes restricciones sobre la capacidad de las autoridades monetarias para mover las tasas de interés en la dirección que hubiera sido más deseable en cada momento desde el punto de vista de las condiciones internas de la economía. En lo que sigue voy a tratar de desarrollar en mayor detalle esta idea.

Para comenzar, vale la pena destacar que la movilidad internacional de capitales que hoy en día enfrenta un país como Colombia no es simplemente el resultado de una decisión de política de este país. Se trata más bien del producto ineludible de un proceso de globalización de los mercados financieros internacionales que en los últimos quince años se ha dado a una velocidad sin precedentes en la historia, en buena medida como consecuencia de avances tecnológicos en los sectores de la informática y las comunicaciones.

Para un país pequeño en el contexto internacional, como lo es Colombia, la implicación natural de este acelerado proceso de globalización de las transacciones financieras es que el comportamiento de las tasas de interés domésticas se hace más dependiente de lo que suceda en los mercados cambiarios en los cuales, a su vez, los flujos de capitales adquieren una preponderancia cada vez mayor. Los ahorradores tienen ahora mayores facilidades para reasignar sus portafolios de inversión hacia los países y

monedas en los cuales obtengan mayor rentabilidad y los deudores para denominar sus deudas en las monedas y con los países con los cuales les resulten más económicas. En este contexto, además la credibilidad y la confianza en el país se tornan en factores mucho más importantes de lo que eran para una economía cerrada.

Una manera de formalizar esta idea es a través de lo que en la literatura económica y financiera se conoce como la condición de paridad descubierta de las tasas de interés. Esa condición expresa simplemente que el nivel de las tasas de interés domésticas se debe acercar al nivel de las tasas de interés internacionales, ajustadas por el riesgo país y por el efecto de la devaluación de la moneda local frente a las monedas extranjeras. En términos algebraicos, esta condición se puede plantear así:

$$\begin{aligned} \text{Tasa de interés doméstica} &= \text{Tasa de interés internacional} \\ &+ \text{Margen por riesgo país (spread)} \\ &+ \text{Devaluación esperada} \\ &\pm \text{Margen de autonomía para la} \\ &\quad \text{política monetaria.} \end{aligned}$$

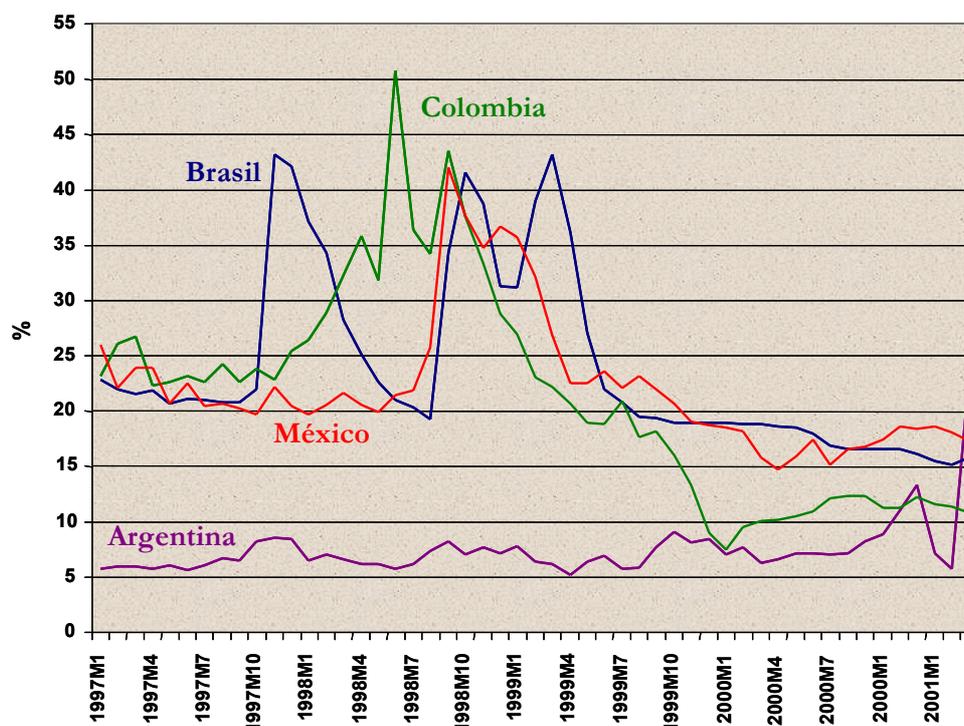
Los flujos de capital se encargan de garantizar que las tasas de interés domésticas se encuentren dentro del margen dado por la ecuación. Si ellas se ubican por encima, estimulan ingresos de capitales que ayudan a bajar las tasas de interés hacia sus niveles de equilibrio. Simétricamente, si se ubican por debajo, se inducen salidas de capitales que tienden a elevar dichas tasas.

La ecuación anterior es útil para entender el hecho de que las tasas de interés de la mayor parte de los países de América Latina se hayan comportado en forma bastante similar a lo largo de la década de los noventa. Por ejemplo, los niveles de esas tasas fueron muy bajos en casi todos los países en el período 1992 y 1994, cuando había bajas tasas de interés en los Estados Unidos y la percepción sobre las perspectivas de América Latina era muy favorable como regla general entre los inversionistas internacionales. En contraste, las tasas de interés fueron muy altas en 1998 y 1999 en prácticamente todos los países medianos y grandes de América Latina, coincidiendo con la recesión inducida por circunstancias internacionales como las que se observaron con posterioridad a la crisis asiática de 1997 y a la crisis rusa de 1998. La crisis internacional implicó una drástica reducción en la disponibilidad de fondos externos de financiamiento, aumentó la percepción de riesgo-país para todos los países de América Latina y creó expectativas fuertes de devaluación nominal. Obviamente, como ya vimos, este problema se vio

acentuado de manera particularmente grave en países como el nuestro, que tuvieron que enfrentar la crisis de financiamiento externo con grandes desequilibrios fiscales y de balanza de pagos acumulados en los años precedentes y en una coyuntura de grave deterioro de la situación de orden público. Todos estos factores presionaron al alza las tasas de interés domésticas y constituyeron condiciones propicias para situaciones recesivas como las que observamos en 1998 y 1999.

No es casualidad por lo tanto que las tasas de interés de casi todos los países de América Latina se hayan elevado de manera simultánea en dicho período (Gráfico 11). Esa simultaneidad no se dio por capricho de los bancos centrales sino porque todos los países se vieron enfrentados a unas mismas circunstancias internacionales que forzaron ese resultado.

Gráfico No. 11  
**Tasas de Interés Nominales de América Latina**



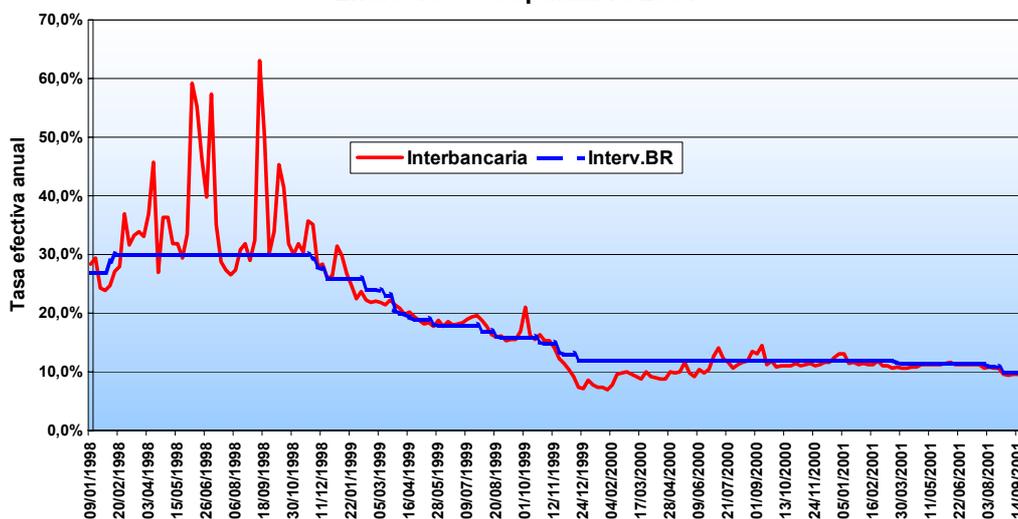
En Colombia se ha generalizado la idea de que el aumento de las tasas de interés se produjo por cuanto el Banco de la República se había empeñado en mantener la banda cambiaria. Algunos analistas insisten en que el aumento de la tasa de interés se habría evitado con un régimen cambiario más flexible. La evidencia internacional, sin embargo, parece ir en contra de esta percepción. El aumento en las tasas de interés en 1998 y 1999 fue muy fuerte en países con regímenes cambiarios tan disímiles como Brasil, que tenía una banda cambiaria rígida y muy estrecha; Colombia y Chile

que tenían bandas cambiarias más flexibles; o México, que contaba con un régimen de flotación cambiaria.

Curiosamente, entre los países medianos y grandes de América Latina, el único que no sufrió un aumento importante en la tasa de interés doméstica durante 1998 y 1999 fue Argentina, donde se tenía el régimen cambiario más rígido. Esta excepción, sin embargo, tiende a confirmar los argumentos que he venido planteando. En Argentina, en efecto, la salida de capitales y la menor disponibilidad de financiamiento externo, aunque no se manifestó inicialmente en aumentos en la tasa de interés, sí lo hizo en una recesión que en 1999 fue similar a la colombiana y que, a diferencia de la nuestra, se ha prolongado hasta la actualidad. En el año 2001, además, las tasas de interés de ese país se han elevado por encima de las de los otros países de la región y la situación de la Argentina dista de ser la más despejada del continente.

A manera de resumen, el mensaje principal que quisiera dejar sobre este punto es simplemente que la autonomía de la política monetaria para manejar a voluntad las tasas de interés se encuentra limitada por la movilidad internacional de capitales y que ello debe tenerse en cuenta en una evaluación de la política monetaria.

**Gráfico No. 12**  
**Tasa Interbancaria y tasa de intervención BR**  
**Promedios semanales**  
**Enero 1998 - Septiembre 2001**



**Nota:** hasta mayo de 1998 la tasa de intervención corresponde a la tasa máxima de suministro de liquidez. A partir de junio de 1998, corresponde a la tasa mínima de subasta de expansión

Para evitar malas interpretaciones debo enfatizar que el hecho de que existan restricciones no significa que no se pueda hacer política monetaria anticíclica ni que el banco central de un país como Colombia esté completamente maniatado. Las tasas de interés de intervención del Banco

de la República se han reducido en 18 ocasiones desde finales de 1998 y ello refleja una política monetaria holgada con fines anticíclicos (Gráfico 12). La tasa de interés interbancaria, que es la que puede afectar directamente el Banco de la República, se encuentra actualmente en niveles del orden de 9% nominal, 1% en términos reales, que son a todas luces niveles muy bajos frente a los estándares históricos y frente a los de cualquier otro país de América Latina. El punto que he querido hacer es simplemente que la velocidad y oportunidad del proceso de reducción de las tasas de interés ha tenido restricciones impuestas por la movilidad internacional de capitales.

Más importante aún, la posibilidad que se ha tenido en Colombia de adelantar una política monetaria expansiva en el período reciente está íntimamente vinculada con la credibilidad que ha ido adquiriendo el proceso de reducción de la inflación y el compromiso del Banco de la República por mantener el poder adquisitivo de la moneda.

El contraste con casos como el Argentino de comienzos de los años noventa o el del Ecuador en el período más reciente es muy aleccionador. Cuando se enfrentaron a graves crisis de financiamiento y a presiones alcistas sobre sus tasas de interés, esos países creyeron que podían resolver los problemas mediante grandes dosis de emisión monetaria. El resultado en ambos casos fue una desestabilización total de la tasa de cambio y un aumento de la inflación que en Ecuador llegó a niveles del orden del 200% anual y en la Argentina superó ampliamente el 1000%. A la postre, esos países sólo recuperaron la estabilidad cuando renunciaron a volver a hacer política monetaria; en un caso mediante el esquema cambiario conocido como caja de conversión y en el otro mediante una dolarización plena de la economía. Paradójicamente, por lo tanto, por tratar de abusar de la política monetaria, esos países perdieron totalmente la posibilidad de hacer política monetaria anticíclica.

Colombia, en cambio, manejó su política monetaria con prudencia. No trató de hacer con ella lo que no era posible hacer. Gracias a eso, la confianza en el peso colombiano se mantuvo y hoy es posible tener una política de tasas de interés muy bajas, consistente con el propósito de facilitar una recuperación económica sana y sostenible.

### Conclusiones

Me atrevo a resumir las reflexiones anteriores en cuatro puntos que deberían ser tenidos en cuenta para una evaluación de la política monetaria

en los diez años corridos desde que se hicieron las importantes reformas institucionales de comienzos de la década de los noventa:

1. La política monetaria ha logrado el principal cometido asignado al Banco de la República por la Constitución de 1991, a saber, la reducción de la inflación, aunque ello se ha hecho en forma gradual para minimizar los costos que el proceso podría tener en otros frentes.
2. La desaceleración del crecimiento y la crisis económica tienen raíces profundas asociadas a un proceso insostenible de endeudamiento público y privado, proceso que estalló en medio de la crisis de financiamiento internacional del período 1997-1999. La política monetaria no fue la causa de la crisis.
3. Si se evalúa la política monetaria por su capacidad de actuar en forma anticíclica, lo que se observa es que esa capacidad ha sido restringida por la movilidad internacional de capitales.
4. A pesar de lo anterior, Colombia ha mantenido un margen no despreciable de discrecionalidad para utilizar la política monetaria con fines anticíclicos, margen que se ha reforzado en la medida en que se consolida la reducción de la inflación y la credibilidad del compromiso del Banco de la República con su objetivo primordial de mantener el poder adquisitivo de la moneda. Uno de los beneficios de la reducción de la inflación es por lo tanto reforzar ese rol de la política, el cual se perdió en los países que abusaron de la política monetaria, tales como Argentina a comienzos de los noventa o Ecuador en 1999.