



Seminario de  
**Banca Central**



La Política Monetaria durante los primeros  
años de la autonomía, 1992-1998

José E. Gómez González  
Camila Gamba Tiusaba



# Introducción

- El periodo 1992-1998 marcó una transición importante en materia de política monetaria desde un régimen en el cual la política monetaria dependía de las decisiones de política de tasa de cambio real (1985 - 1991) hacia uno de inflación objetivo plena (finales de 1999 en adelante).
- Este periodo de transición fue de grandes retos para el manejo de la política monetaria.
- Por una parte, se dieron importantes cambios estructurales en la economía colombiana, como la liberalización financiera, el inicio de la independencia del Banco de la República (BR) respecto del Gobierno Nacional y la reforma del sistema cambiario.

# Introducción

- Por otra parte, las fases expansiva y contractiva de los ciclos del crédito, de los precios de los activos (particularmente de la vivienda) y de los flujos de capitales fueron particularmente amplias y agudas durante este periodo de tiempo, y se gestaron las bases de la crisis financiera de 1998-1999.
- En esta década se libraron importantes debates acerca del diseño de la política monetaria.

# Introducción

- Si bien era claro que el objetivo final debía ser la reducción sistemática de la inflación, al interior del BR se discutía si la meta intermedia de la política monetaria debían ser los agregados monetarios o la tasa de interés de intervención.
- En este capítulo se presentan los principales cambios experimentados por la política monetaria en Colombia entre 1992 y 1998, y se contextualiza el entorno macroeconómico en el cual se gestaron dichos cambios.

# Contexto macroeconómico

- 1992 - 1997: el país experimentó una entrada importante de flujos de capitales internacionales y, simultáneamente, vivenció un auge del crédito sin precedentes.
- A finales de dicha década sufrió una reversión de flujos de capital similar a la que vivieron varias economías emergentes tras las crisis asiática, rusa y brasileña.

# Contexto macroeconómico

- Finalmente, entre los años 1998 y 2001, Colombia experimentó la mayor crisis financiera de su historia reciente.
- El contexto macroeconómico del país durante el período 1992 – 1998 se entiende mejor a la luz del estudio del comportamiento de los flujos de capitales y de las variables relacionadas con la estabilidad financiera en Colombia.

# Flujos de capital en Colombia

## 1992 - 1998

- Dos medidas fueron determinantes en la dinámica de dichos flujos durante este período:
  - Apertura comercial y financiera al inicio de la década de los noventa, la cual eliminó la mayoría de las barreras al comercio y, prácticamente, todas las restricciones a los flujos de capital, especialmente a la inversión extranjera y al endeudamiento externo.
  - Proceso de transición que se vivió durante la década en el país, al pasar de un régimen cambiario centralizado y con control de cambios, hacia un sistema descentralizado con tasa de cambio flotante y con reglas de intervención claras

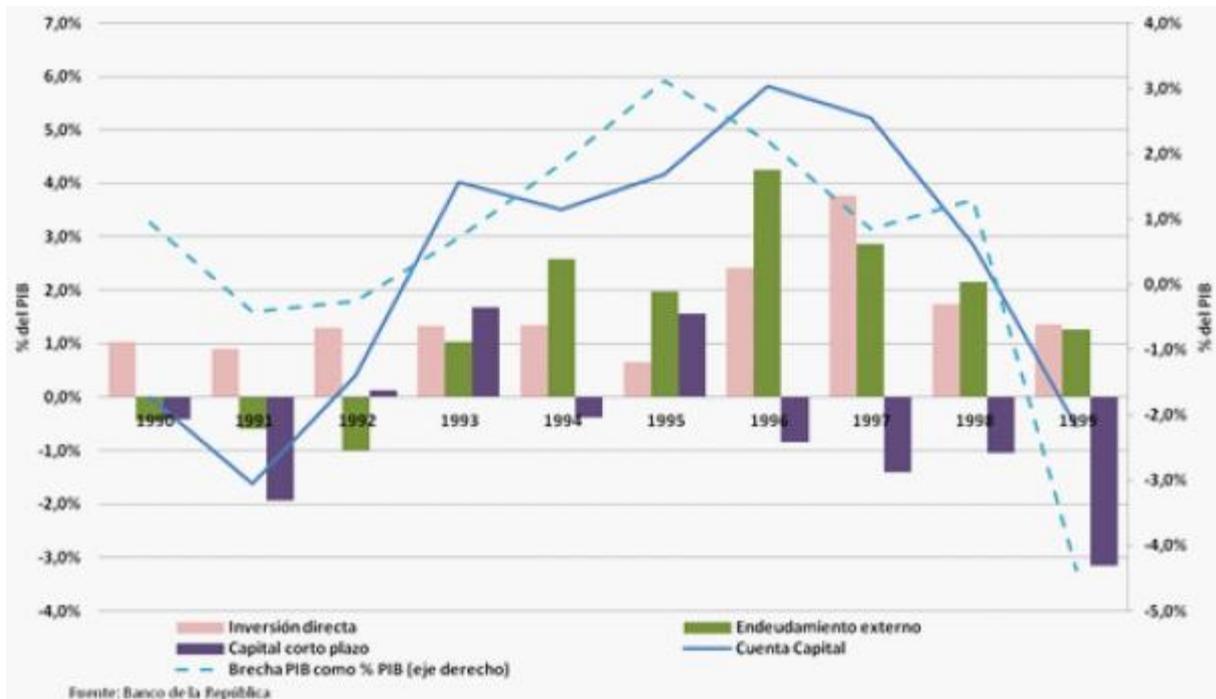
# Flujos de capital en Colombia

## 1992 - 1998

- Dos etapas de los flujos de capital en la década (Alonso et al., 2003): 1991 - 1997, período de fuertes entradas; 1997 - 1999, período de salidas considerables, especialmente de capitales de corto plazo.
- En la primera etapa, con la flexibilización de las restricciones a la entrada de capitales foráneos al país y la mayor actividad económica entre los años 1994 y 1997, los recursos de ahorro externo se constituyeron en una de las principales fuentes de financiación del crecimiento económico colombiano.
- Entre los flujos de entrada se destacaron la IED y el endeudamiento externo.

# Flujos de capital en Colombia: 1992 - 1998

## Composición de la cuenta de capital



- Ingresos anuales netos de capital por IED aumentaron de 0,9% a 3,8% del PIB entre 1991 y 1997.
- Luego de contabilizar pagos netos promedio de 0,7% del PIB entre 1990 y 1992, entre 1993 y 1999 se presentaron ingresos netos promedio de 2,3% del PIB.

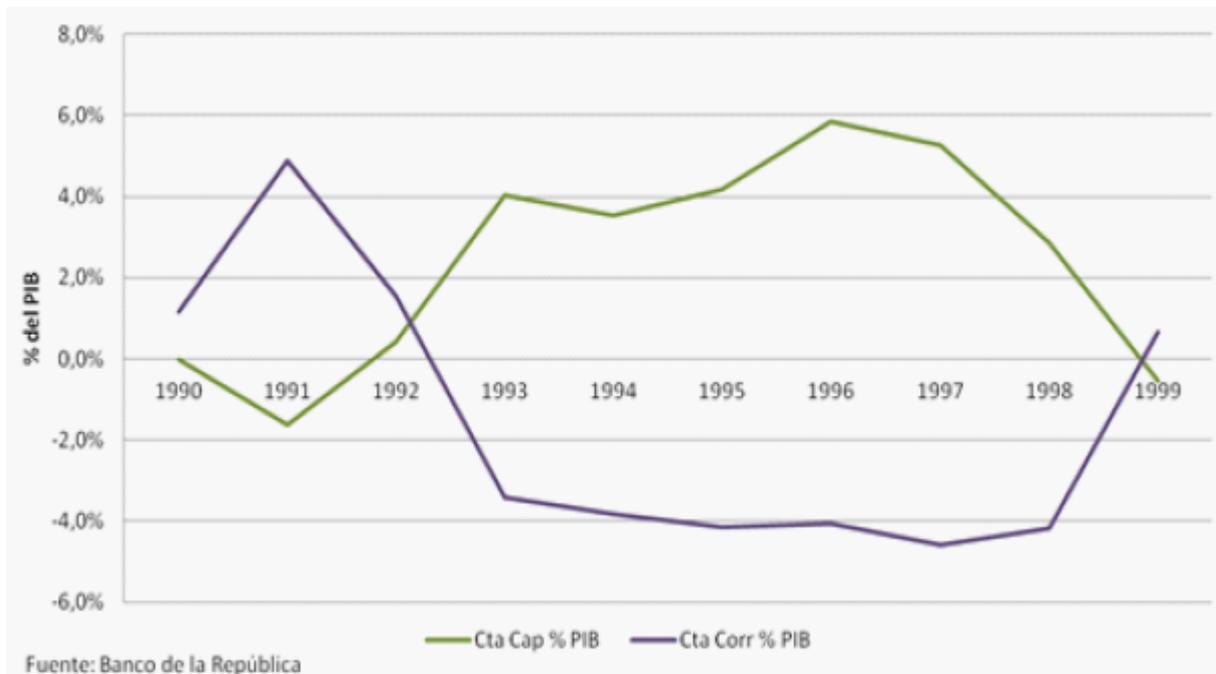
# Flujos de capital en Colombia

## 1992 - 1998

- La brecha del PIB fue positiva entre 1992 y 1998.
- Sin embargo, ésta fue creciente entre 1992 y 1995 y decreciente entre 1995 y 1998.
- Los mayores ingresos de flujos de capital en Colombia entre 1991 y 1997 financiaron el mayor gasto de la economía colombiana, lo cual se reflejó en el comportamiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos.
- Esta pasó de registrar un superávit equivalente a 4,9% del PIB en 1991, a presentar un déficit de 4,0% en promedio entre los años 1993 y 1998

# Flujos de capital en Colombia: 1992 - 1998

Cuenta de capital y cuenta de capitales (% PIB)



El comportamiento de la cuenta de capitales es muy similar al de la brecha del producto. Estas dos variables se co-movieron de forma positiva y mantuvieron una correlación muy cercana a uno a lo largo de la década.

# Flujos de capital en Colombia

## 1992 - 1998

- En 1998 comenzó a producirse el estancamiento de los mercados financieros internacionales como consecuencia de la crisis rusa, asiática y brasileña.
- Esto llevó a la reducción de la liquidez internacional que afectó de forma considerable el comportamiento de los flujos de capital hacia las economías emergentes.
- Los inversionistas internacionales de economías avanzadas realizaron repatriaciones de sus capitales y aumentaron sus inversiones en activos considerados seguros, dado el incremento en la aversión al riesgo.

# Flujos de capital en Colombia

## 1992 - 1998

- Como resultado, en Colombia (y muchas otras economías emergentes) se redujeron considerablemente los flujos de endeudamiento externo del sector privado.
- Además, ante el deterioro de la situación fiscal y de los términos de intercambio, se empezaron a constituir inversiones en el exterior que condujeron a una reversión significativa de los flujos de capital.
- Asimismo, si bien el sector público continuó endeudándose en el exterior y los flujos de largo plazo por inversiones directas siguieron ingresando al país, estos no fueron de las magnitudes observadas en la primera parte de la década.

# Flujos de capital en Colombia

## 1992 - 1998

- Esta situación se reflejó en el déficit de la cuenta de capital y la cuenta financiera de 0,5% del PIB en 1999, lo que se tradujo en una fuerte corrección de la cuenta corriente que presentó un superávit de 0,7% del PIB en el mismo año.
- Dada la reducción del gasto agregado en la economía, el PIB registró una importante caída en 1999, al tiempo que el país vivió su más fuerte recesión de años recientes.

# Estabilidad Financiera en Colombia

## 1992 - 1998

- El ciclo crediticio en Colombia se relaciona de forma importante con el ciclo de los flujos internacionales de capitales y con el ciclo económico (Gómez-González et al., 2014, y Tenjo y López, 2002).
- Aumentos en el ritmo de la entrada de capitales internacionales alimentan expansiones del crédito bancario, mientras que reducciones abruptas en la entrada de capitales conllevan a reducciones del crédito.
- A su vez, expansiones del crédito se relacionan de forma positiva con aumentos en el precio de los activos, particularmente los precios de la finca raíz, y con expansiones del producto observado por encima del producto potencial.

# Estabilidad Financiera en Colombia

## 1992 - 1998

- Así mismo, la percepción sobre el riesgo y la toma de riesgo por parte de los agentes varía a lo largo de los ciclos crediticios (Gambacorta, 2010).
- Procesos de expansión acelerada del crédito tienden a asociarse con períodos de mayor inestabilidad financiera para las economías (Minsky, 1982).
- Tras inicio de liberalización financiera y económica de comienzos 1990s, el sector financiero vivió importante proceso de transformación.
- Se eliminaron varias de las restricciones sobre los niveles de las tasas de interés, se redujeron los coeficientes de encaje y los requisitos de inversiones forzosas impuestos a las entidades financieras.

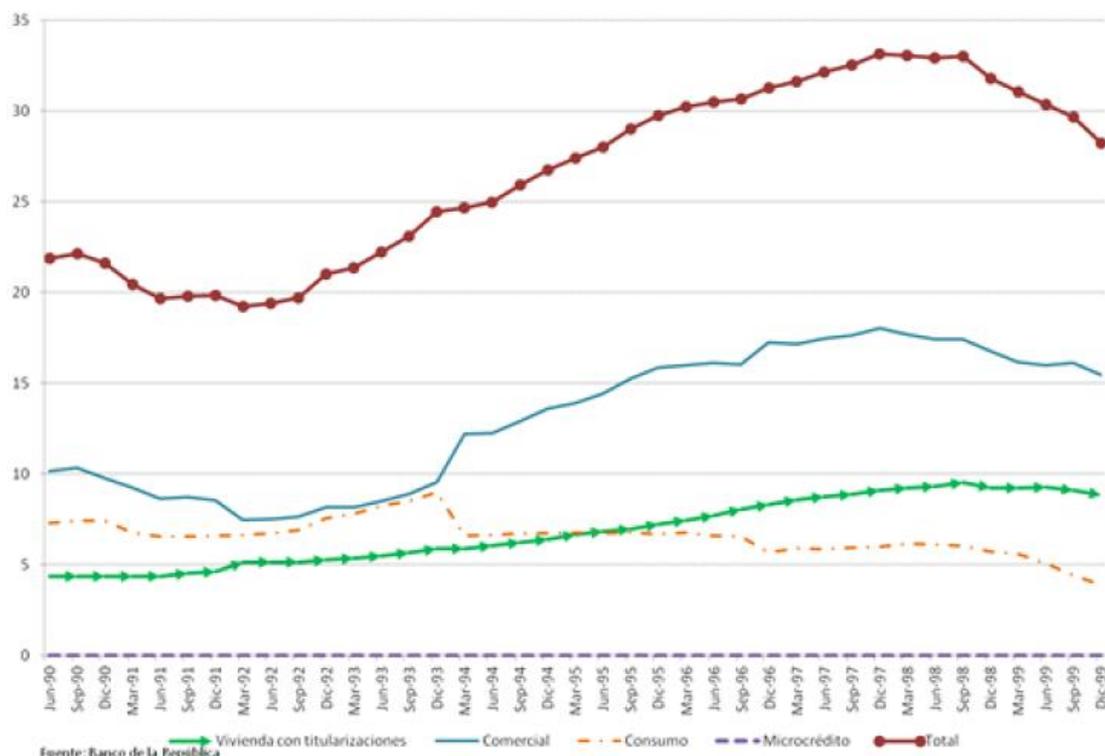
# Estabilidad Financiera en Colombia

## 1992 - 1998

- Entre 1991 y 1997, Colombia registró auge del crédito sin precedentes, como consecuencia del crecimiento de la industria de intermediación financiera, del relajamiento de las restricciones de financiamiento externo y de la expansión económica acelerada que ocurrió durante los primeros años de la década de los años noventa.
- Relación de crédito a PIB y precio de los activos (financieros y reales) aumentaron de forma importante, al igual que el número de intermediarios financieros.

# Estabilidad Financiera en Colombia: 1992 - 1998

## Profundización financiera (Cartera/PIB)



La relación “cartera/PIB” pasó de cerca de 20% en el año 1991 a cerca de 33% en el año 1997, tiempo en el cual la producción creció de forma dinámica.

# Estabilidad Financiera en Colombia

## 1992 - 1998

- Dado mayor acceso a mercados de crédito externo, empresas y Gobierno se endeudaron de forma importante en moneda extranjera durante los primeros siete años de la década.
- Ante inexistencia de mercado profundo de coberturas cambiarias, agentes públicos y privados incrementaron sus descalces cambiarios y se hicieron más vulnerables ante choques cambiarios durante dicho período (Zárate et al., 2012).
- Hogares, firmas y Gobierno asumieron mayores riesgos en sus balances.

# Estabilidad Financiera en Colombia

## 1992 - 1998

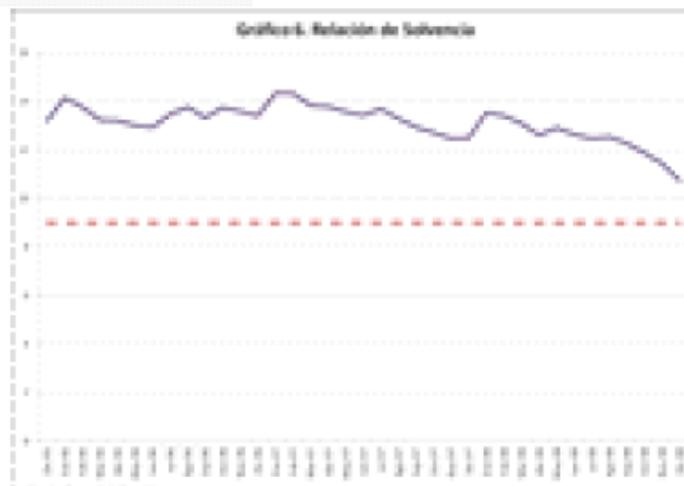
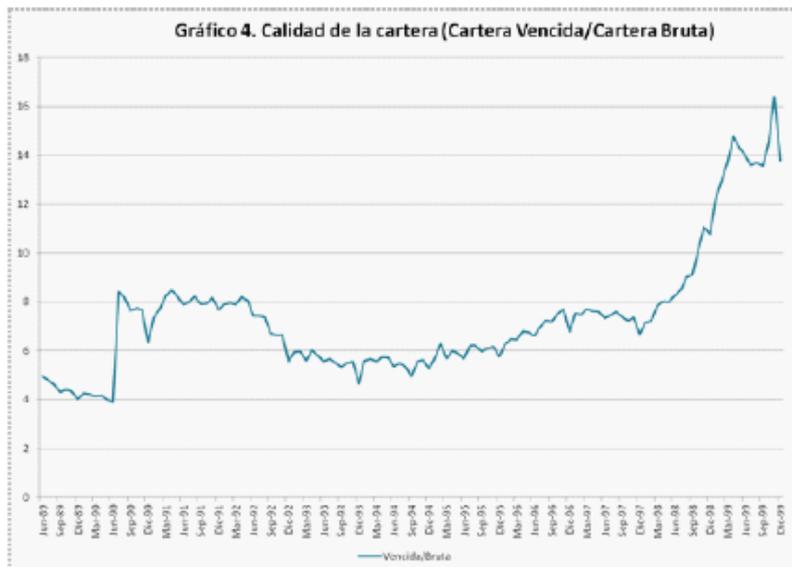
- Los efectos de esto se comenzaron a hacer evidentes hacia finales de 1997, con el incremento de la cartera vencida de un número considerable de entidades financieras; en particular, varias entidades cooperativas especializadas en crédito a los hogares comenzaron a presentar problemas de insolvencia.
- Entre 1998 y 1999 ocurrió una reversión fuerte de los flujos de capitales, motivada principalmente por el incremento de la aversión al riesgo de los inversionistas internacionales tras las crisis financieras de varias economías: la de Asia, la de Rusia y la de Brasil.

# Estabilidad Financiera en Colombia

## 1992 - 1998

- Al entrar la economía en una profunda recesión, el desempeño de las principales contrapartes del sistema financiero se deterioró de forma importante.
- A partir de mediados de 1998 se presentó un deterioro significativo de la salud del sistema financiero colombiano.
- La calidad de la cartera de los establecimientos financieros empeoró de forma notable, la rentabilidad del activo del sistema financiero se redujo hasta llegar a niveles negativos, varias entidades experimentaron un marcado deterioro de sus márgenes de solvencia, algunas quebraron y otras tuvieron que recurrir a procesos de integración para subsistir.

# Estabilidad Financiera en Colombia: 1992 - 1998



# Los noventa: una década de fuerte interacción entre las políticas monetaria y cambiaria

- Entre 1992 y 1998, si bien la política monetaria tenía como principal objetivo el control de la inflación, su implementación y efectividad dependían en buena parte de las decisiones de política cambiaria.
- Durante todo el período se tuvo como meta intermedia los agregados monetarios (primero implícitamente y luego explícitamente), bajo un sistema de corredores monetarios.
- Tasas de interés de cp eran muy volátiles y estudios de la época sugerían que había relación estadística más fuerte entre los agregados monetarios y la inflación (ver, p.ej., Carrasquilla y Suescún, 1999 y Toro, 1993).

# Los noventa: una década de fuerte interacción entre las políticas monetaria y cambiaria

- Se argumentaba que un nivel de tasa de interés podía ser coherente con diversos niveles de inflación esperada (indeterminación) y por lo tanto era difícil establecer el nivel de tasa de interés coherente con la meta de inflación (Carrasquilla y Suescún, 1999).
- Por eso no se usaron las tasas de interés como meta intermedia de política.
- Urrutia (2002) plantea que durante ese período no se pensó en tener un sistema cambiario totalmente flexible principalmente por la presión de los exportadores, quienes temían que dicho sistema podría llevar a una fuerte revaluación del peso.

# Los noventa: una década de fuerte interacción entre las políticas monetaria y cambiaria

- Por esa razón, durante los noventa se tuvo sistemas de bandas cambiarias que, junto con las presiones revaluacionistas generadas por el ingreso importante de flujos de capitales al país, dificultaron el manejo monetario del BR.
- En términos gruesos, el período se puede dividir en dos:
  - 1992-1994: Política monetaria en tiempos de bandas cambiarias implícitas (los Certificados de Cambio);
  - 1995-1998: Política monetaria en tiempos de bandas cambiarias explícitas.

# Primeros pasos: Política monetaria y Certificados de Cambio, 1992-1994

- A partir de 1985 y hasta finales de 1991 se presentó una política de meta de tasa de cambio real, que buscaba evitar la sobrevaluación de ésta.
- Esto tuvo efectos nocivos sobre la inflación.
- El período 1992-1998, en el cual se estrena la independencia del BR, marca el inicio de la política monetaria centrada en reducir la inflación para llevarla a niveles considerados estables (reducirla de los niveles prevalecientes en el pasado de entre 22% y 30%).



# Primeros pasos: Política monetaria y Certificados de Cambio, 1992-1994

- Durante los primeros años del periodo, sin embargo, la transición fue lenta.
- Carrasquilla (1994) plantea que si bien el BR buscaba reducir la inflación, mantuvo metas implícitas de tasa de cambio real.
- Con el inicio de la apertura comercial y financiera, el ritmo de entrada de capitales al país (y a varias otras economías emergentes) se incrementó considerablemente.

# Primeros pasos: Política monetaria y Certificados de Cambio, 1992-1994

- Los primeros flujos se asociaron con repatriación de capitales en 1991 y 1992.
- En 1991 las reservas internacionales aumentaron casi USD 2 billones (Escobar y Steiner, 1995).
- Esto implicó retos de política importante para el BR.
- A principios de la década el BR esterilizó la compra de reservas con OMAs; pero la venta de grandes cantidades de títulos de participación para mantener el control de los agregados monetarios llevó a que las subastas cortaran a tasas de interés altas y crecientes.

# Primeros pasos: Política monetaria y Certificados de Cambio, 1992-1994

- Esto atraía mayores flujos de capital al país.
- Para posponer la monetización de divisas, en 1991 la Junta Directiva del BR (JDBR) introdujo los Certificados de Cambio (CCAMB).
- Con estos se pretendía reducir la base monetaria (que crecía por recomposiciones de portafolio de dólares a pesos por parte de los agentes (Urrutia, 2002)) y controlar el ingreso de divisas.

# Primeros pasos: Política monetaria y Certificados de Cambio, 1992-1994

- Estos se habían utilizado con fines similares durante la bonanza cafetera de 1977.
- Los CCAMB eran títulos negociables denominados en dólares y con madurez a 1 año que entregaba el BR a cambio de divisas. Podían ser redimidos anticipadamente a un descuento fijo (12.5%).
- El certificado descontado era el precio usado para las estadísticas de la tasa de cambio del mercado.
- El saldo de CCAMB emitidos alcanzó un valor máximo de USD 1.8 billones (3% del PIB).

# Primeros pasos: Política monetaria y Certificados de Cambio, 1992-1994

- El mercado de CCAMB generaba un sistema implícito de bandas cambiarias, en el cual el descuento constituía la banda inferior y la tasa de cambio oficial hacía las veces de techo.
- Si bien se ganó en flexibilidad cambiaria frente al régimen anterior de minidevaluaciones, importantes ingresos de flujos de capital, en conjunto con el crecimiento de los agregados monetarios y del crédito doméstico en el contexto de un fuerte crecimiento del gasto, no permitieron que esta mayor flexibilidad condujera a una desinflación.

# Primeros pasos: Política monetaria y Certificados de Cambio, 1992-1994

- Asimismo, el flujo de capitales continuó y la JDBR decidió flexibilizar aún más el régimen cambiario.
- En enero de 1994 se suprimió la emisión de CCAMB y se colocó un sistema explícito de bandas cambiarias.

# Adolescencia: Política monetaria y bandas cambiarias, 1994-1998

- Fernández y Urrutia (2000) señalan que la implementación de la banda explícita fue duramente criticada por los exportadores, puesto que consideraban que este nuevo esquema cambiario implicaba una revaluación de la tasa de cambio real.
- Esto, ya que el centro de la banda se estableció al nivel de tasa descontada en el mercado del CCAMB.
- La creación de la banda marcó el inicio de un régimen cambiario en el cual el BR no .jaba la tasa de cambio, ni compraba ni vendía divisas a un precio fijo.



# Adolescencia: Política monetaria y bandas cambiarias, 1994-1998

- Esta flexibilización cambiaria fue clave para ganar mayor autonomía en el manejo de los agregados monetarios y del crédito, que venían creciendo a tasas muy elevadas.
- Urrutia (2002) plantea que la banda fue exitosa en evitar una fuerte revaluación en la época de las privatizaciones de 1996, y en evitar una fuerte devaluación durante la crisis política del gobierno de Samper.

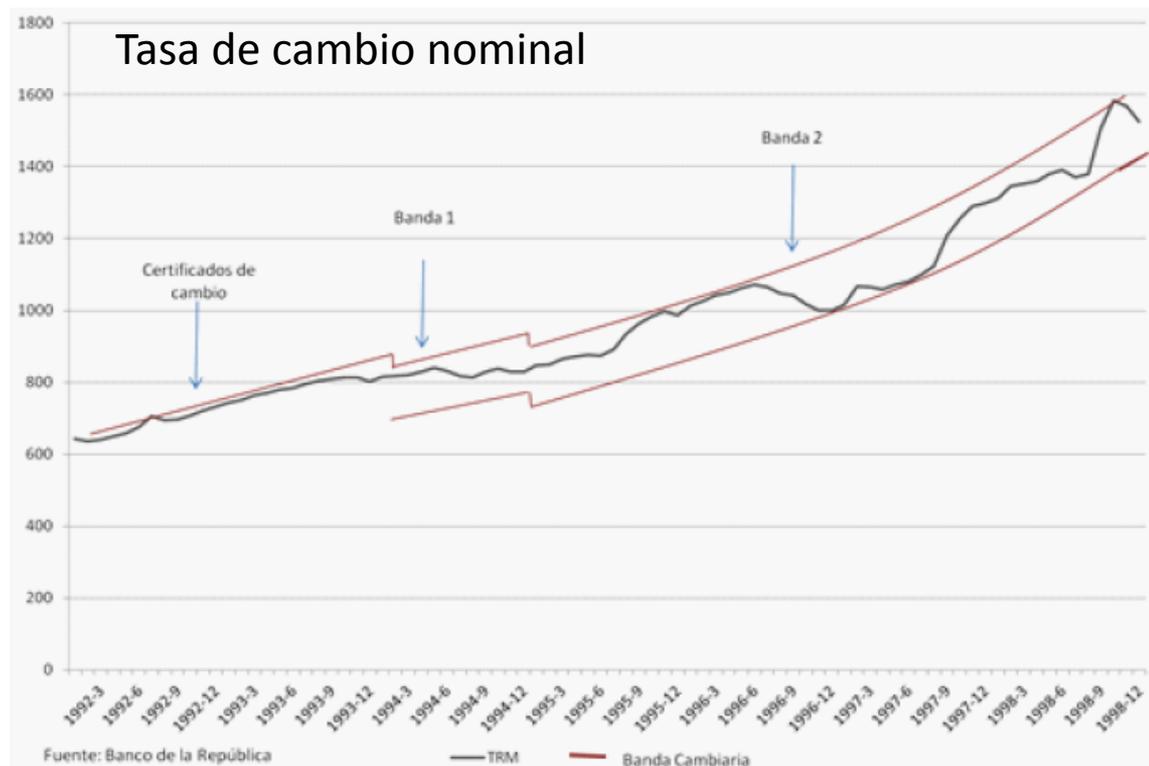
# Adolescencia: Política monetaria y bandas cambiarias, 1994-1998

- Durante su operación, la JDBR debió hacer algunos cambios a la banda, en cuanto a pendiente y desplazamiento (ver dichos cambios en Hernández y Tolosa, 2006).
- Varios de estos se dieron entre 1998 y el 24 de septiembre de 1999, día en que se eliminó.
- En Noviembre de 1996 la JDBR optó por el uso de un esquema de meta intermedia de agregados monetarios de forma explícita.

# Adolescencia: Política monetaria y bandas cambiarias, 1994-1998

- Los estudios del BR favorecían la elección de la base monetaria y de M3+bonos como meta intermedia, por su mayor correlación con la inflación (Carrasquilla y Suescún, 1999; Toro, 1993).
- En 1997 la JDBR se decidió por la base monetaria, por ser de mayor control por parte del BR que otros agregados monetarios.

# Adolescencia: Política monetaria y bandas cambiarias, 1994-1998



# Adolescencia: Política monetaria y bandas cambiarias, 1994-1998

- Si bien durante este período la meta intermedia fueron siempre los agregados monetarios, durante el segundo lustro de la misma se sentaron las bases de una política de inflación objetivo con metas intermedias de tasas de interés.
- En particular, desde comienzos de 1995 la JDBR estableció una franja de tasas de interés de intervención con el fin de reducir la tasa de interés de intervención, y con ella la de las tasas de interés de plazos mayores.

# Adolescencia: Política monetaria y bandas cambiarias, 1994-1998

- La franja se estableció mediante un sistema de ventanillas de compra y venta automática que ponía límite a las fluctuaciones de la tasa.
- Esto pudo favorecer las transacciones en el mercado interbancario.

# Conclusiones

- Durante el período 1992-1998 ocurrió una importante transición en materia de política monetaria, al marcar el fin de un régimen en el cual la tasa de cambio real era muy importante y sentar las bases hacia la implementación de un régimen de inflación objetivo en Colombia.

# Conclusiones

- Si bien en la década de los noventa la política monetaria no se independizó por completo de la política cambiaria, se dieron cambios importantes en el régimen cambiario que llevaron a que el BR tuviera mayor libertad de maniobra en términos de manejo de agregados monetarios con el fin de reducir la inflación.

# Conclusiones

- Se pueden identificar dos sub-periodos en la década.
- El primero, entre 1992 y 1994, fue un periodo de bandas cambiarias implícitas establecidas por los CCAMB.
- El segundo, entre 1994 y 1998, fue un periodo de mayor flexibilidad cambiaria a través de un sistema de bandas explícito que aumentó la capacidad del BR de enfocarse en el control de los agregados monetarios.



# Gracias

La Política Monetaria durante los primeros años de la  
autonomía, (1992 – 1998)

Camila Gamba Tiusaba

José E. Gómez González

