

La banca central colombiana en una década de expansión, 2003-2013

José Antonio Ocampo
Jonathan Malagón González
Juan Sebastián Befancur

Universidad
Externado
de Colombia

La banca central colombiana en una década
de expansión, 2003-2013

José Antonio Ocampo
Jonathan Malagón González
Juan Sebastián Betancur

**La banca central
colombiana en una
década de expansión,
2003-2013**

Universidad Externado de Colombia

Ocampo, José Antonio, 1952-

La banca central colombiana en una década de expansión, 2003-2013 / José Antonio Ocampo, Jonathan Malagón González, Juan Sebastián Betancur. -- Bogotá : Universidad Externado de Colombia, 2015.

193 páginas : ilustraciones, gráficos ; 21 cm.

Incluye bibliografía.

ISBN: 9789587724295

1. Bancos – Historia -- Colombia 2. Capital -- Historia -- Colombia 3. Finanzas -- Historia -- Colombia 4. Política Financiera -- Historia – Colombia 5. Colombia – Política Monetaria I. Malagón González, Jonathan **II.** Betancur, Juan Sebastián **III.** Universidad Externado de Colombia. **IV.** Título.

332.109861 SCDD 21

Catalogación en la fuente -- Universidad Externado de Colombia. Biblioteca - EAP

Este documento fue financiado por la Fundación Ford, como parte del proyecto "Central Banking in Latin America", CEDES, Buenos Aires.

ISBN 978-958-772-429-5

- © 2015, JOSÉ ANTONIO OCAMPO, JONATHAN MALAGÓN GONZÁLEZ, JUAN SEBASTIÁN BETANCUR
- © 2015, UNIVERSIDAD EXTERNADO DE COLOMBIA
Calle 12 n.º 1-17 Este, Bogotá
Teléfono (57-1) 342 02 88
publicaciones@uexternado.edu.co
www.uexternado.edu.co

Primera edición: diciembre de 2015

Diseño de cubierta: Departamento de Publicaciones

Composición: Precolombi EU-David Reyes

Impresión y encuadernación: Digiprint Editores S.A.S.

Tiraje de 1 a 1.000 ejemplares

Impreso en Colombia

Printed in Colombia

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

CONTENIDO

Prólogo	11
I. Introducción	17
II. Marco institucional de la política monetaria y cambiaria en Colombia	23
1. Las reformas antes de 1991: hacia una mayor independencia operativa	24
2. Las reformas de los años 90: por una independencia administrativa, patrimonial y técnica	26
2.1. ¿Qué motivó los cambios institucionales?	26
2.2. Las reformas de los años 90	28
2.3. Los debates en torno a la independencia del Banco de la República	30
III. Política monetaria	35
1. El buen desempeño relativo del Banco de la República	35
2. Evolución de la inflación, el PIB y medidas de política monetaria	43
3. Análisis empírico del desempeño de la política monetaria	50
3.1. ¿Qué variables explican mejor la inflación?	50

3.2. ¿Sigue la política monetaria en Colombia una Regla de Taylor?	54
3.3. ¿Es efectivo el uso de la tasa repo?	59
IV. Política cambiaria	81
1. Apreciación de la tasa de cambio	81
2. Uso de instrumentos de política cambiaria	89
3. Efectividad de la política cambiaria	95
3.1. Regulación a los flujos de capital	96
3.2. Intervención cambiaria del Banco de la República	102
3.3. Efectividad conjunta de las regulaciones a los flujos de capital y las intervenciones cambiarias del Banco de la República	106
3.4. Restricciones a la posición propia de los IMC	109
V. Estabilidad financiera	111
1. ¿A qué obedeció el fortalecimiento del sistema financiero?	114
1.1. Disminución de la exposición del sistema financiero al sector externo	114
1.2. Regulación ex-ante y medidas de política microprudenciales	119
1.3. Política monetaria anticíclica y medidas macroprudenciales	122
2. Evolución de los principales indicadores del sistema financiero	123
VI. Conclusiones	129
Bibliografía	133

ANEXOS

Anexo 1. Descomposición de la varianza del error de la inflación	147
1. Modelos VAR estimados	147
2. Datos	147
3. Pruebas realizadas	148
4. Gráficos de impulso-respuesta	150
 Anexo 2. Estimación de la Regla de Taylor	 153
1. Especificación del modelo MCO	153
2. Datos y variables	153
3. Verificación de los supuestos	155
4. Estimación	155
 Anexo 3. Efectividad de la tasa repo	 157
1. Estimación de ExoPolMon	157
2. Estimación del modelo SVAR	159
 Anexo 4. Regulaciones cambiarias vigentes en el periodo 2003-2013	 171
 Anexo 5. Medidas internacionales de política cambiaria	 175
1. Regulaciones a los flujos de capital	175
 Anexo 6. Estimación de la efectividad de las regulaciones a los flujos de capital	 179
1. Modelos VAR estimados	179
2. Pruebas realizadas	179
 Anexo 7. Estimación de la semi-elasticidad de la tasa de cambio frente a las intervenciones del Banco de la República	 183

1. Especificación del modelo MCO	183
2. Variables	183
3. Verificación de los supuestos	185

Anexo 8. Efectividad del uso conjunto de la intervención
cambiaria del Banco de la República y las regulaciones

a los flujos de capital	191
1. Modelo VAR estimado	191
2. Pruebas realizadas	192

PRÓLOGO

La novedad más significativa de la Constitución económica de 1991 fue la independencia del banco central. Este estudio, de José Antonio Ocampo, Jonathan Malagón y Juan Sebastián Betancur, analiza el desempeño de la institución entre 2003 y 2013.

Su balance es favorable. “La banca central de Colombia sobresalió entre los países de la región por haber controlado su principal objetivo de política: la inflación. Además, se destacó por su convicción de siempre buscar, por medio de sus medidas de política, preservar la estabilidad”. Sin embargo, señalan los autores, “exagerando las bondades de mantener una tasa flexible, el Banco de la República se quedó corto en el uso de instrumentos para contener el proceso de apreciación cambiaria, a sabiendas del efecto nocivo de la revaluación sobre la economía”.

Para enmarcar este juicio conviene mencionar los antecedentes de la década anterior a 2003. Los años noventa se caracterizaron por una lenta reducción de la inflación, pero no se distinguieron por la estabilidad macroeconómica. Los retos de manejar una economía abierta resultaron bien distintos de los del escenario anterior, cuando el Decreto 444 de 1967 brindaba una amplia gama de herramientas amortiguadoras a la autoridad monetaria y cambiaria. Es natural que esta haya vivido un proceso de aprendizaje.

La más dura de las lecciones fue la impartida por la crisis del fin de siglo. Una coyuntura de abundantes ingresos de capitales extranjeros llegó a su fin hacia 1997. Después de haber hecho grandes esfuerzos para moderar la revaluación del peso, la Junta Directiva del Emisor comenzó a preocuparse por la posibilidad de una devaluación masiva de la moneda nacional. Según se razonaba entonces, tal hecho podría haberse traducido en mayores expectativas de inflación, deshaciendo así los progresos logrados hasta el momento. Para defender la tasa de cambio de ataques especulativos la Junta acudió primero a la intervención directa con la venta de reservas internacionales en el mercado cambiario. Pero esto resultó insuficiente, y se acudió a la elevación de las tasas de interés internas. Entre diciembre de 1997 y junio de 1998 la tasa de captación del sector financiero pasó del 24% al 35% y su tasa de colocación del 33% al 51%. En términos reales, esta última llegó a un nivel del 34%. Si bien la Junta reversó rápidamente su política, el daño ya estaba hecho. Se precipitó una crisis financiera sistémica, el PIB se contrajo en casi un 5% en 1999 y la tasa de desempleo superó el 20%. Hubo también una desinflación no prevista: el IPC cayó del 17% en 1998 al 9% en el año siguiente. A pesar del tremendo costo para la economía, no faltó quien describiera este hecho como un logro.

Esa crisis genera respuestas de dos tipos. Una de ellas, paradójicamente, provino de la Corte Constitucional y llevó a una redefinición de los fines de la banca central colombiana. Los constituyentes de 1991 quisieron romper con la inercia de una inflación moderadamente alta pero estable del régimen anterior, y este anhelo se plasmó no solo en la arquitectura institucional de la banca central independiente sino en la adopción de una fórmula sobre sus objetivos calcada de la ley básica del Bundesbank alemán: “El Estado,

por intermedio del Banco de la República, velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda". Para muchos esto significaba que la estabilidad monetaria era el objetivo único del Emisor. En una sentencia de 1999 (la C-481) la Corte reinterpreto el texto constitucional, al plantear que la Junta Directiva "no puede ser indiferente a la protección del pleno empleo ni al desarrollo económico general". La segunda respuesta es endógena al Banco –la adopción a partir de 2000 de la metodología de inflación, objetivo que se analiza en extenso en este libro.

¿Cómo entiende hoy la Junta Directiva del Banco los objetivos de la política a su cargo? Así se expresa en su último Informe al Congreso, de julio de 2015:

La política monetaria debe velar por la estabilidad de precios en coordinación con una política general, entendida esta última como aquella que propenda por el crecimiento del producto y el empleo [...] Por tanto, la política monetaria también debe estar encaminada a estabilizar el producto y el empleo en sus niveles sostenibles de largo plazo. La estrategia de inflación objetivo, implementada desde el año 2000 por la JDBR, está orientada a cumplir con este mandato constitucional. Con ella, la política monetaria pretende alcanzar y mantener una inflación baja y estable y suavizar las fluctuaciones del producto y del empleo alrededor de una senda de crecimiento sostenido.

Como se puede apreciar, se plantea de manera explícita el propósito anticíclico de los instrumentos de política a disposición del banco central. El examen que se lleva a cabo en este libro permite constatar que este se cumplió en buena medida durante los años entre 2003 y 2013. Para hablar de este periodo a grandes rasgos, la tasa de inflación se redujo de manera consistente hasta que la Junta pudo fijar una meta de largo plazo de entre el 2% y el 4%. A la vez que

se mantiene, en estos términos, el poder adquisitivo de la moneda, la economía alcanzó un sendero de crecimiento más alto y menos volátil que el de la primera época de la apertura. El impacto de la crisis global de 2008 sobre la economía colombiana fue leve y la recuperación rápida. A pesar de lo anterior, los autores encuentran que “la política monetaria [...] se ha preocupado más por la evolución de la actividad productiva, pero ha sido más efectiva combatiendo la inflación”.

También como parte de los legados de la crisis de fin de siglo, hoy la política monetaria y crediticia incluye dentro de sus objetivos la estabilidad financiera –y también puede decirse que este sector es más robusto y menos vulnerable que en el pasado. La prioridad dada a la estabilidad financiera obedece a un imperativo de la eficacia de la política monetaria: cuando se vive o se está en un proceso de recuperación de una crisis sistémica las herramientas usuales de esta pierden tracción.

Para volver a la inquietud de los autores sobre la política cambiaria y la apreciación del peso hasta 2013, no puede cuestionarse que esta tiene un impacto negativo sobre los sectores productores de bienes transables. Ellos piden a la Junta Directiva mayor “convicción y carácter” en esta materia. Sin embargo, tal vez el problema no sean las buenas intenciones o la falta de ellas. Como se recuerda al inicio de este libro, la política económica está sujeta al trilema de Mundell: no se puede tener al tiempo libertad cambiaria, una política monetaria independiente y control sobre la tasa de cambio. Nadie ha propuesto seriamente abandonar cualquiera de las dos primeras.

El periodo 2003-2013 se caracteriza correctamente como una década de crecimiento. A ella contribuyeron los aciertos del Banco de la República –y los mejores términos de inter-

cambio de la historia del país. Estos han sufrido un rápido deterioro, y el panorama actual parece más amenazante. Lo que no ha cambiado es la importancia de asegurar que la política macroeconómica sea contracíclica.

MAURICIO PÉREZ SALAZAR
Bogotá, noviembre de 2015

