



UNIVERSIDAD  
**NACIONAL**  
DE COLOMBIA

**La economía política de la política  
monetaria en Colombia: Un análisis de la  
política de Inflación Objetivo desde la  
teoría de la Regulación para el periodo  
1991-2015.**

**Oscar Javier Martínez Ricaurte**

Universidad Nacional de Colombia  
Facultad de Ciencias Económicas  
Maestría en Ciencias Económicas  
Bogotá, Colombia

2017



# **La economía política de la política monetaria en Colombia: Un análisis de la política de Inflación Objetivo desde la teoría de la Regulación para el periodo 1991-2015.**

**Oscar Javier Martínez Ricaurte**

Tesis de investigación presentada como requisito parcial para optar al título de:  
**Magister en Ciencias Económicas**

Director:

**Msc. Gabriel Misas Arango**

Línea de Investigación:

**Teoría y Política Económica**

Universidad Nacional de Colombia

Facultad de Ciencias Económicas

Maestría en Ciencias Económicas

Bogotá, Colombia

2017



*Dedicatoria*

*A Linda, con quien estoy aprendiendo a  
caminar los caminos de la vida.*



## **Agradecimientos**

En primera instancia, quiero agradecerle a la vida que me brindando todas las oportunidades. En segundo lugar, mis agradecimientos se dirigen a mi familia: mi mamá, mi papá, mis hermanas, hermano, mis sobrinas y sobrino, quienes han sido el soporte para alcanzar todos los logros de mi vida, y no solo los académicos.

Agradezco a la Universidad Nacional de Colombia por permitirme formarme en sus gloriosas aulas en los niveles de pregrado y posgrado. Un agradecimiento especial es elevado al Departamento de Ciencia Política de la Universidad Nacional de Colombia, donde he podido realizar mi ejercicio profesional.

Finalmente agradezco al profesor Gabriel Misas Arango por su paciencia, amabilidad, dirección y enseñanzas; a la Fundación Juan Pablo Gutiérrez Cáceres, que me brindó la oportunidad de cursar el último semestre de mi maestría y a todas aquellas personas que he omitido de esta lista y que de una otra manera han tenido que ver en el desarrollo de esta tesis.





## Resumen

La presente tesis presenta el modelo de Inflación Objetivo, su implementación en Colombia y sus críticas tanto teóricas como empíricas y realiza un análisis de esta política monetaria teniendo como marco teórico la Teoría de la Regulación del Capitalismo. La tesis se pregunta por qué Colombia implementa el modelo de Inflación Objetivo y no otro esquema de política monetaria. De la misma manera propone una presentación narrativa de las bases conceptuales del modelo de Inflación Objetivo, de sus críticas y de su trayectoria en el país. La tesis concluye que la inflación ha sido congruente con el régimen de acumulación de capital imperante en determinado periodo histórico y que esta refleja una suerte de aversión histórica a la Inflación reinante en el país.

**Palabras clave:** Política Monetaria; Inflación; Inflación Objetivo; Teoría de la Regulación; Colombia; Apertura Económica.

## **Abstract**

This thesis presents the Inflation Targeting, its implementation in Colombia and its theoretical and empirical critiques and analyzes this monetary policy, using as the theoretical framework the Regulation Theory of Capitalism. This work asks why Colombia implements the Inflation Targeting and not another scheme of monetary policy. In the same way, this work proposes a narrative presentation of the conceptual bases of Inflation Targeting, its critiques and its trajectory in Colombia. The thesis concludes that inflation has been consistent with the dominant regime of accumulation of capital in a certain historical period and that this inflation reflects a kind of historical aversion to the prevailing inflation in the country.

**Keywords: Monetary Policy; Inflation; Inflation Targeting; Regulation Theory; Colombia; economic opening.**

# Contenido

	Pág.
<b>Resumen</b> .....	<b>IX</b>
<b>Lista de Gráficos</b> .....	<b>XIV</b>
<b>Introducción</b> .....	<b>1</b>
<b>1. Capítulo 1: Modelo de Inflación Objetivo</b> .....	<b>3</b>
1.1    Introducción. ....	3
1.2    Orígenes Prácticos y teóricos de la Inflación Objetivo.....	3
1.3    Modelo de Inflación Objetivo. ....	5
1.3.1    Función de pérdida del Banco Central. ....	6
1.3.2    Características de la Política de Inflación Objetivo.....	7
1.3.3    Tipologías de modelos de inflación objetivo.....	8
1.4    Política monetaria e inflación.....	10
1.5    Objetivos e Instrumentos de la política monetaria.....	10
1.6    Canales de transmisión de la política monetaria.....	11
1.7    Trilema de la política monetaria. ....	12
1.8    Inflación Objetivo en Colombia. ....	13
1.8.1    El Banco de la Republica en la práctica. ....	14
1.9    Conclusiones del capítulo. ....	15
<b>2. Capítulo 2: Críticas a la inflación y al objetivo de inflación.</b> .....	<b>17</b>
2.1    Introducción. ....	17
2.2    Críticas al modelo de inflación objetivo. ....	17
2.3    Críticas al esquema de Inflación Objetivo sin críticas a la lucha contra la inflación... 19	19
2.4    Críticas a la naturaleza de la lucha contra la inflación .....	20
2.4.1    Inflación y crecimiento económico .....	20
2.4.2    La obsesión en la lucha contra la inflación y el problema de la credibilidad. .21	21
2.4.3    La lucha contra la inflación como un problema de hegemonía y legitimidad..23	23
2.5    Críticas a los fundamentos teóricos de la lucha contra la inflación .....	26
2.5.1    Inflación e inestabilidad financiera.....	26
2.6    Críticas contra los resultados de la inflación objetivo .....	33
2.6.1    Inflación Objetivo y Tasas de Interés.....	33
2.6.2    Inflación Objetivo y Distribución del Ingreso. ....	33
<b>3. Capítulo 3: La Teoría de la Regulación del Capitalismo</b> .....	<b>37</b>
3.1    Introducción .....	37
3.2    La Teoría de la Regulación del Capitalismo.....	37
3.3    Fuentes y partes integrantes de la Teoría de la Regulación.....	38

3.3.1	El Materialismo Histórico.....	38
3.3.2	El Institucionalismo Americano. ....	39
3.3.3	La Macroeconomía Keynesiana y Kaleckiana. ....	40
3.4	Otras teorías que dialogan con la Teoría de la Regulación. ....	43
3.5	Conceptos clave al interior de la Teoría de la Regulación. ....	43
3.5.1	Modo de producción. ....	44
3.5.2	Régimen de Acumulación.....	44
3.5.3	Forma Institucional.....	45
3.5.4	La noción de crisis.....	46
3.6	La moneda en la Teoría de la Regulación. ....	47
3.6.1	La relación entre Moneda y Deuda. ....	48
3.6.2	La relación entre Moneda y Soberanía. ....	49
3.6.3	La relación entre moneda y confianza. ....	50
3.7	La Naturaleza de la Moneda. ....	50
3.7.1	Los estados de la Moneda.....	51
<b>4.</b>	<b>Capítulo 4: El periodo de apertura y la Inflación Objetivo. ....</b>	<b>53</b>
4.1	Introducción. ....	53
4.2	Industrialización por sustitución de importaciones. ....	53
4.3	La apertura económica.....	55
4.4	Características generales del periodo de apertura ....	56
4.5	El primer subperiodo de la apertura (1991-1999) ....	61
4.5.1	Las grandes reformas de la apertura. ....	61
4.5.2	Los cambios en las formas de Estado. ....	66
4.5.3	Los cambios en la moneda.....	69
4.6	La crisis de fin de siglo: la bisagra en el manejo de la política monetaria.....	72
4.6.1	Contexto y desarrollo de la crisis, factores nacionales e internacionales. ....	73
4.6.2	La resolución de la crisis. ....	76
4.7	El segundo subperíodo de la apertura: 2000-2015. ....	79
4.7.1	El manejo de la moneda durante el segundo periodo de apertura.....	80
4.8	Conclusiones generales del periodo de apertura ....	85
<b>5.</b>	<b>Conclusiones y recomendaciones ..... 91</b>	<b>91</b>
5.1	Conclusiones.....	91
5.2	Recomendaciones.....	94
	<b>Referencias Bibliográficas. ....</b>	<b>97</b>



## Lista de Gráficos.

Gráfico 1. La inflación en ISI. ....	54
Gráfico 2. Inflación en el primer subperiodo de la apertura (1991-1999) .....	55
Gráfico 3. Inflación en el segundo subperiodo de la apertura (2000-2015).....	56
Gráfico 4. Composición de la deuda pública y privada como % de PIB (1991-1999) .....	58
Gráfico 5. Coeficiente de Importaciones - Exportaciones (1991-2015). ....	60
Gráfico 6. Balance en cuenta corriente (1991-2015). ....	60
Gráfico 7. Tasa de cambio real (1991-2015). ....	63
Gráfico 8. Comportamiento de la TRM en el periodo de apertura. ....	64
Gráfico 9. Tasas de interés reales en la apertura. ....	72
Gráfico 10. Concentración del Sistema Bancario por activos (1991-2014).....	78
Gráfico 11. Deuda Pública y Privada como % del PIB (2003-2014) .....	82
Gráfico 12. Tasa de Intervención de Política Monetaria (2000-2015).....	82
Gráfico 13. Composición de la deuda del Gobierno Nacional Central (2006-2015).....	84
Gráfico 14. Tasa de intermediación financiera en la apertura. ....	88







# Introducción

La tesis que se presenta a continuación desea responder al menos a los siguientes interrogantes: ¿Por qué Colombia ha implementado el modelo de Inflación Objetivo? ¿por qué el manejo de la moneda en el país ha terminado por responder a una lógica que favorece al sector financiero? ¿En su diseño, el manejo de la política monetaria buscaba favorecer a algún grupo económico en particular? ¿Siempre ha sido de esa manera? Y fundamentalmente nos preguntamos ¿por qué fue así y no de otro modo?

Para ello se proponen cuatro capítulos divididos de la siguiente manera: el capítulo 1 busca presentar de forma rigurosa, aunque no técnica el esquema de Inflación Objetivo y su implementación en el país. El capítulo 2 propone una tipología para organizar las críticas que se han ofrecido al modelo de Inflación Objetivo y a lo que aquí llamaremos la obsesión por la baja inflación. El capítulo 3 presenta la Teoría de la Regulación del Capitalismo, la cual es el marco teórico utilizado para los análisis propuestos en el capítulo 4. El capítulo 4, presenta el periodo de análisis de la tesis (1991-2015) leído en clave regulacionista haciendo énfasis en la moneda y en el esquema de Objetivo de Inflación. Finalmente se presentan las conclusiones de la Tesis.



# **1. Capítulo 1: Modelo de Inflación Objetivo.**

## **1.1 Introducción.**

El primer capítulo de esta tesis, que se presenta a continuación, pretende exponer brevemente y de forma rigurosa, pero no técnica y a modo de narración, los fundamentos teóricos de la política monetaria entendida bajo el modelo de Inflación Objetivo. De la misma manera se expondrán las principales características del modelo y finalmente se expondrá de forma breve la implementación del modelo en Colombia a modo de introducción, teniendo en cuenta que este tema se abordará nuevamente en el capítulo cuatro. Finalmente es necesario anotar que este capítulo ha sido escrito desde el discurso y la lógica propia de la economía ortodoxa de manera tal que se expongan los argumentos del modelo de Inflación Objetivo sin ningún tipo de “distorsiones” con el fin de que posteriores críticas se puedan proponer teniendo como fundamento un conocimiento amplio y coherente de las propuestas realizadas desde la visión dominante en ciencias económicas sobre el tema objeto de análisis de esta tesis.

## **1.2 Orígenes Prácticos y teóricos de la Inflación Objetivo.**

La política de Inflación Objetivo nace en Nueva Zelanda en 1988, siendo este el primer país del mundo en adoptar tal estrategia de política monetaria<sup>1</sup>. El modelo fue implementado además por los siguientes países durante los primeros cuatro años de la década de los 90's: Canadá (1991), Reino Unido (1992), Suecia y Australia (1994) a estos países que se consideran pioneros en la implementación de esta política, se suman a finales de la misma década al menos una decena de países entre los que se encuentra Colombia (1999). En el contexto latinoamericano, además de Colombia, han adoptado el modelo de inflación objetivo Brasil (1999), Chile (1999), México (2002) y Perú (2002) (Carare & Stone, 2003; Uribe J., 2005).

---

<sup>1</sup> No es casualidad que este régimen debutara en este país, ya que es bien conocido que los países que conforman el reino británico sirvieron como laboratorio de las políticas neoliberales una vez ascendió al poder Margaret Thatcher en los años ochenta del siglo pasado.

Un recorrido sobre las ideas que podemos llamar precursoras o antecedentes de Inflación Objetivo, en tanto fueron abonando el terreno en términos de posteriores debates sobre política macroeconómica, pueden remontarse hasta la séptima década del siglo pasado. Estas ideas son tres en lo fundamental: i. la crítica de Lucas; ii. la revolución de las expectativas racionales y iii. El problema de inconsistencia de la política monetaria. Estos tres hechos teóricos se encuentran correlacionados y cambiarían la forma en que los macroeconomistas abordan los problemas agregados y por ende la forma en que se formula la política económica. (Mankiw, 1990).

La crítica de Robert Lucas cuestiona la no micro-fundamentación de los modelos macroeconómicos y más exactamente es una profunda crítica a la no incorporación de las expectativas racionales a la hora de formular la política económica en general y la política monetaria en particular. La revolución de las expectativas racionales por su parte plantea, que los agentes toman y cambian sus decisiones de acuerdo a las expectativas que se formen del curso futuro de la economía. Finalmente, el problema de inconsistencia dinámica es una consecuencia de los anteriores dos puntos y se puede resumir en que ninguna política aplicada sistemáticamente puede sorprender al agente económico racional ya que este se anticipará a dichas acciones.

Dicho lo anterior, se desprende un problema teórico que se puede resumir de la siguiente forma: cualquier autoridad monetaria se ve enfrentada a un “Trade off” (disyuntiva) entre inflación y desempleo, dicho esto y actuando bajo discrecionalidad, ésta se convierte en un incentivo lo bastante poderoso como para llevar a que la autoridad monetaria practique una política expansiva, con el fin de llevar el desempleo por debajo de su tasa natural. Pero como los agentes económicos actúan bajo expectativas racionales, saben que si la autoridad tiene ese incentivo entonces la inflación no será baja. Por lo tanto, la reducción del desempleo en el corto plazo, no tiene otra consecuencia que un costo inflacionario superior al que se hubiese pagado si se propendiera por una producción alta en el largo plazo (Sargent & Wallace, 1975).

En los años 70's el mundo vivió lo que la teoría económica ha denominado como estanflación, a partir de ese momento tanto la academia como los hacedores de política podrían en duda la conveniencia de practicar una política monetaria activa. Así las cosas, Friedman (1968) propondría la siguiente idea: la disyuntiva entre inflación y desempleo no existe en el largo plazo, por lo tanto, si se considera este horizonte de tiempo la política monetaria activa solo afecta a los precios, ergo, no vale la pena practicar una política monetaria activa.

Lo narrado en el párrafo anterior supuso un problema importante para los bancos centrales, que en consecuencia debieron buscar una alternativa para formular política monetaria en adelante. Así entonces van ganando fuerza las ideas centradas en formular la política monetaria utilizando un ancla nominal.

Esas ideas dieron pie a la adopción de un objetivo de agregado monetario por parte de muchos bancos centrales. Otros tomaron un camino que parecía simple y claro, y podía también cumplir el objetivo de controlar la inflación rápidamente y anclar las expectativas de esa variable: la estrategia de tasa de cambio objetivo (López, Vargas, Rodríguez, 2016, p.4).

Con el pasar del tiempo la experiencia demostró que las estrategias de agregados monetarios como de tasa de cambio resultaron cuando menos incompletas, debido a dos problemas fundamentales, a saber, innovaciones financieras en el primer caso y pérdida de independencia o soberanía monetaria en el segundo.

Así las cosas, se continuó buscando una estrategia sólida para guiar la política monetaria y la academia respondió con literatura que fue convergiendo en algunos puntos fundamentales como la necesidad de una autoridad monetaria independiente y con visión de largo plazo y en la importancia de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Así mismo, en términos prácticos algunos de los bancos centrales mencionados como pioneros en la implementación del modelo arrojaron resultados importantes que ayudaron a popularizar y a complejizar este modelo de política monetaria que hoy en día es ampliamente aceptado.

### **1.3 Modelo de Inflación Objetivo.**

Inflación Objetivo es un marco de política monetaria que se caracteriza por el anuncio de una meta en uno o varios horizontes de tiempo y por el reconocimiento explícito de que la inflación baja y estable es el objetivo de política monetaria. Su principal ventaja es una mayor transparencia y flexibilidad en el manejo de la política (Bernanke & Mishkin, 1997) Es transparente porque aclara al público las intenciones de política de la autoridad monetaria y es flexible porque le permite a esta última actuar de acuerdo a la coyuntura económica.

Inflación Objetivo ha tomado para sí los elementos más exitosos de anteriores estrategias de política como agregados monetarios y tasa de cambio incorporando mejoras, por ejemplo “en lugar de tener una meta para un agregado monetario, su práctica consiste en hacer pública una meta numérica de mediano plazo para la inflación.” (López et al., 2016, p.5). En ese orden de ideas Inflación Objetivo puede considerarse como una respuesta pragmática ante el desgaste o el fracaso de otras estrategias de política, sin embargo, no es producto del azar toda vez que ha incorporado en sí importantes debates macroeconómicos generados después de los 70’s.

Dicho lo anterior es claro que Inflación Objetivo no es en sentido estricto una regla de política. Merriam & Webster (1988) citado por Svensson (1999) señalan que por regla debe entenderse una guía prescrita para la conducta o la acción. Si aceptamos esta definición sería

inoportuno por no decir inocente pensar que algún banco central<sup>2</sup> se ciñera a algún tipo de regla en su práctica. Ningún banco central responde mecánicamente a los retos de política económica. En otras palabras, es posible afirmar que en términos prácticos los bancos centrales distan de ser autómatas.

De la misma manera Inflación Objetivo no puede ser interpretado como una regla de política monetaria porque el modelo sugiere que la autoridad monetaria considere toda la información que puede ser útil y relevante con miras al logro del objetivo. El problema es que las reglas rígidas no permiten que las autoridades monetarias puedan actuar ante situaciones impredecibles o choques imprevistos.

Así las cosas, como Inflación Objetivo no es una regla de política, permite una cierta discrecionalidad que podemos llamar restringida, ya que el objetivo de reducir y estabilizar la inflación siempre estará en el horizonte de largo plazo. Sin embargo, es claro que el modelo no restringe que otros objetivos de política también deseables como los niveles de empleo o producción puedan ser tenidos en cuenta si en algún momento así es requerido.

No obstante, Inflación Objetivo ha sido interpretado por Svensson (1999) en el contexto de una regla de política. Svensson (1999) propone distinguir entre reglas instrumento y reglas objetivo. Las primeras son las que se conocen en la literatura académica como reglas y se ciñen a la definición expuesta tres párrafos antes. Un ejemplo de este tipo de reglas es la de Taylor. Por su parte las reglas objetivo se refieren a lo que se conoce como políticas óptimas y en concreto son funciones de pérdida que buscan ser minimizadas y que especifican una variable objetivo.

### 1.3.1 Función de pérdida del Banco Central.

Si Inflación Objetivo se interpreta como regla, el modelo se refiere a una regla objetivo. Es decir, a una función de pérdida a minimizar. Esta se conoce como función de pérdida del Banco Central y tiene la siguiente forma:

$$L_t = \frac{1}{2} [(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda Y_t^2] \quad (1)$$

Dónde:

$\pi_t$  Es la inflación en el periodo t.

$\pi^*$  Es la meta de inflación (cuando es un rango, ese valor denota el punto medio)

---

<sup>2</sup> Se utilizan indistintamente los términos Autoridad Monetaria y Banco Central.

$y_t$  Es la brecha del producto

$\lambda$  es el peso relativo de la estabilización en la brecha del producto.

Si  $\lambda=0$  tenemos un régimen estricto, si  $\lambda > 0$  tenemos un régimen flexible. En la práctica todos los bancos centrales optaran por un  $\lambda > 0$ , así sea un número muy pequeño porque esto denota cierta preocupación por estabilizar la brecha del producto.

Una explicación intuitiva (y un tanto trivial) de la función de pérdida del banco central es la siguiente: bajo esta propuesta el banco central intenta siempre minimizar las desviaciones de la inflación con respecto a la meta, o sea, que el primer término de la ecuación sea lo más pequeño posible. El segundo término de la ecuación, implica que la función de pérdida tiene en cuenta y de hecho se preocupa por la brecha del producto, lo que implica que  $\lambda$  tenga un valor positivo pero pequeño. En consecuencia, el modelo no solo se preocupa por cerrar las brechas de inflación, sino también por cerrar las de producto. Por tanto, el modelo aun desde el punto de vista de una regla conservaría cierta discrecionalidad para buscar el objetivo de brecha del producto.

### 1.3.2 Características de la Política de Inflación Objetivo.

“Las características de la inflación objetivo, la convierten en el régimen de política monetaria con el compromiso más fuerte para optimizar la política monetaria, de forma racional y sistemática, si se compara con otros regímenes de política monetaria” (Svensson, 1999, p.633) (Traducción propia).

Svensson (1999) expone las siguientes tres características esenciales de Inflación Objetivo: i. una meta cuantitativa y explícita de inflación; ii. el uso de pronósticos de inflación y iii. un alto grado de transparencia, responsabilidad y credibilidad en el manejo de la política monetaria.

La primera de estas características, busca frenar las expectativas de inflación entre los agentes, y, por ende, en el modelo ésta se convierte en el ancla nominal de la política monetaria. Por su parte, el pronóstico de inflación pretende eliminar el problema de rezagos que presenta la política monetaria, ya que existe consenso en que las acciones de política monetaria tienen efecto en la economía un tiempo después de ser formuladas<sup>3</sup>. Finalmente, la transparencia y responsabilidad se refieren a la estrategia de la autoridad monetaria, para comunicar al público en general de una forma habitualmente no técnica, su estrategia de

---

<sup>3</sup> Respecto al tiempo del rezago, en la literatura se encuentran posiciones que defienden que el rezago es de al menos dos trimestres y hasta máximo dos años. No obstante, esto depende de las estructuras concretas de cada economía.

política, mediante el uso de informes y reportes periódicos sobre el estado actual de la inflación y las previsiones a futuro con el fin de que los agentes posean la mayor cantidad de información posible y con base en ello generen sus expectativas y tomen sus decisiones.

Aunado a lo anteriormente expuesto, se considera que esa estrategia de comunicación reduce el incentivo de la autoridad monetaria para desviarse de la meta; toda vez que los agentes al tener la información relevante sobre el estado de la inflación, podrán inferir si la autoridad monetaria actuó de acuerdo a su compromiso de velar por la estabilidad de precios. Ahora bien, si la autoridad monetaria no se desvía de su meta construirá credibilidad. Ésta en primera instancia es un resultado de la política, pero una vez ganada pasa a ser también parte de la estrategia debido a que mantener dicha credibilidad será un incentivo más para no desviarse de la meta.

Vale anotar que estas características que se acaban de exponer, por lo general quedan inmersas en el marco legal de los países que implementan el modelo, ya sea en la constitución o en leyes. Por lo general en el ordenamiento jurídico se le otorga a la autoridad monetaria primero una independencia administrativa y de técnica monetaria, y en segundo lugar se le asigna una función, a saber, la estabilización del nivel de precios y el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda.

### **1.3.3 Tipologías de modelos de inflación objetivo.**

Carare & Stone (2003) han estudiado las particularidades de cuarenta y dos países que dentro de sus órdenes legales perseguían algún objetivo de inflación –sin necesariamente haber implementado una estrategia de Inflación Objetivo- hasta el año 2003 y han propuesto una tipología de regímenes de meta de inflación, que se torna interesante, porque permite mostrar las diferencias puntuales que se desprenden de la aplicación del modelo en diferentes realidades y contextos.

En base a las variables Transparencia<sup>4</sup> y Credibilidad se pueden encontrar al menos tres diferentes regímenes de meta de inflación que Carare & Stone (2003) han denominado: i. Fully Fledged Inflation Target (FFIT); ii. Eclectic Inflation Targeting (EIT) y iii. Inflation Targeting Lite (ITL).

Los países con meta de inflación plenamente desarrollada (FFIT) son aquellos países que cuentan con niveles altos y medios de credibilidad, transparencia y compromiso con su meta de inflación, es decir, son países con arreglos institucionales idóneos para cumplir con la

---

<sup>4</sup> En el artículo original de Carare & Stone se usa el término claridad en vez de transparencia, pero ambos términos se refieren a lo mismo, a saber: anuncios públicos e informes periódicos sobre la meta de inflación y su comportamiento



meta. En el estudio mencionado se encuentran dieciocho (18) países clasificados en este grupo, cinco industrializados y trece emergentes de ingreso medio y medio alto<sup>5</sup>.

A su vez los países clasificados con meta de inflación ecléctica (EIT) se caracterizan por tener medios y altos niveles de credibilidad, pero bajos niveles de transparencia en el manejo de la política monetaria. O sea que hablamos de países que alcanzan niveles bajos de inflación pero que no han adoptado las características propias del modelo de Inflación Objetivo, por ejemplo, pronósticos de inflación e informes periódicos de la autoridad monetaria sobre el estado actual del nivel de precios. En este grupo se encuentran solamente países industrializados los cuales a su vez tienen la particularidad de poseer sistemas financieros altamente desarrollados y margen de acción para estabilizar niveles de inflación y producto.<sup>6</sup>

Finalmente, los países con meta de inflación flexible (ITL) poseen la particularidad de ser países con baja credibilidad en cuanto al logro de su meta, pero fieles practicantes de los principios de la transparencia en el manejo de la política monetaria. Los países clasificados dentro de este grupo son todos países emergentes pero con diferencias en sus niveles de producción y de ingreso<sup>7</sup>. “Su credibilidad relativamente baja refleja su vulnerabilidad frente a fuertes choques económicos y la inestabilidad financiera, así como su débil marco institucional” (Carare & Stone, 2003, p. 56).

De lo anteriormente expuesto y del estudio de los autores mencionados se pueden extraer una serie de conclusiones valiosas para el objetivo de la presente tesis, a saber:

1. Los países con meta de inflación ecléctica poseen un margen de maniobra que les permite fijar sus metas internas.
2. Para transitar de un régimen ITL a uno FFIT es necesario llevar a cabo reformas institucionales que permitan darle un papel protagónico al sistema financiero –es decir, ampliarlo y profundizarlo- para que la política monetaria se base en este mercado y por ende ésta sea más óptima.
3. Para transitar de un régimen FFIT a uno EIT es necesario contar con altos y consistentes niveles de credibilidad de tal manera que la poca claridad del compromiso inflacionario no produzca un incremento de las expectativas de

---

<sup>5</sup> Los cinco países industrializados son: Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Reino Unido y Suecia. Mientras que los países emergentes están compuestos por: Brasil, Chile, Colombia, Corea del Sur, Hungría, Islandia, Israel, México, Noruega, Polonia, República Checa, Sudáfrica y Tailandia.

<sup>6</sup> En lo fundamental aquí se encuentran EEUU y la Unión Monetaria Europea.

<sup>7</sup> Los países que conforman este grupo son: Albania, Argelia, Croacia, Eslovenia, Filipinas, Guatemala, Honduras, Indonesia, Jamaica, Kazakstán, Mauricio, Perú, República Dominicana, República Eslovaca, Rumania, Rusia, Singapur, Sri Lanka, Suiza, Uruguay y Venezuela.

inflación. Vale la pena señalar que esto último se consigue cuando la moneda propia es una fuerte divisa en el mercado internacional.

4. Los países catalogados como FFIT poseen una férrea disciplina fiscal y de hecho son los países con los niveles más bajos en cuanto a la relación Deuda / PIB. De la misma manera son países que financian con muy bajas o inexistentes cuantías a sus gobiernos.
5. Los países que aquí se describieron como ITL tienen niveles de deuda intermedios y sus autoridades monetarias tienden a financiar a sus gobiernos. Son países con sistemas financieros poco desarrollados y muestran tasas de interés reales más altas que las que se presentan en los países clasificados en los otros dos regímenes.
6. Finalmente, los países EIT presentan niveles de relación Deuda / PIB mayores que los otros dos regímenes, no obstante, son países que no financian a sus gobiernos y que poseen sistemas financieros altamente desarrollados.

#### **1.4 Política monetaria e inflación.**

A Milton Friedman se le atribuye la autoría de la siguiente frase: “La inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario” y bajo esta premisa se diseñó la política monetaria durante mucho tiempo en el mundo. Hoy en día, la discusión se ha complejizado y se acepta que tal vez la frase correcta sea “La inflación es siempre y en todas partes un fenómeno de política monetaria” (Gómez, 2006, p.8) al menos esto fue lo que propuso un alto miembro del Banco de Inglaterra llamado Peter Westaway y en lo que la reciente literatura sobre el tema ha llegado a cierto consenso.

Así entonces, en nuestros días se acepta ampliamente que la forma cómo se determina la inflación depende del tipo de régimen monetario, pero sobre todo depende del ancla nominal que se escoja para dirigir la política monetaria. Dicho lo anterior es claro que si el ancla nominal es la base monetaria efectivamente la inflación será un fenómeno monetario, no obstante, si el ancla nominal es la tasa de cambio o la meta de inflación, es bastante posible que la inflación no sea un fenómeno monetario, sino que se explique por situaciones de correlación de fuerzas entre divisas o al cumplimiento y el manejo de la meta de inflación respectivamente.

#### **1.5 Objetivos e Instrumentos de la política monetaria.**

La literatura especializada señala que independientemente del régimen de política monetaria que se estudie, es posible encontrar, por regla general, al menos tres categorías de objetivos e instrumentos utilizados en ella, estos son llamadas de forma genérica: i. meta operativa; ii. meta intermedia y iii. meta final.

La meta operativa es en sentido estricto el instrumento utilizado por la autoridad monetaria para incidir en la meta y alcanzarla. Ahora bien, por definición es la variable que la autoridad monetaria tiene mayor posibilidad de controlar y dirigir. Para el caso del régimen de política monetaria que nos ocupa, la meta operativa o instrumento de política monetaria es la tasa de interés de intervención de corto plazo del banco central.

Por su parte la meta intermedia se puede definir como aquella variable que tenga un nivel de correlación relativamente alto con la meta final, o al menos una variable que pueda predecirla con cierto grado de robustez. Para el caso del modelo de Inflación Objetivo esa meta intermedia no puede ser otra que el pronóstico de inflación.

Finalmente, la meta final es el objetivo último y más importante de la política monetaria. Para nuestro caso la meta final corresponde al objetivo explícito de inflación, el cual puede ser un número fijo o un rango, sin embargo, por regla general esa meta final es el logro de una inflación positiva pero baja y estable.

Cabe aclarar que la estrategia de política monetaria puede estructurarse a partir de la búsqueda de la meta final, como en el caso del modelo de Inflación Objetivo, en el cual se busca alcanzar directamente la meta final para lograr el objetivo de política monetaria. No obstante, existe la posibilidad de que la estrategia monetaria se construya a partir del logro de la meta intermedia, en este caso se persigue el objetivo final –que en la mayoría de los casos es la estabilidad de precios- mediante el logro de las metas intermedias, por ejemplo, controlando la masa monetaria o estableciendo una paridad fija en la tasa de cambio.

## **1.6 Canales de transmisión de la política monetaria.**

La literatura en general identifica tres canales de transmisión de la política monetaria, los cuales son: i. canal demanda agregada; ii. canal tasa de cambio y iii. canales expectativas.

Es fácil ver como el instrumento del modelo se relaciona con cada uno de estos canales. Para el primer canal la teoría predice que un aumento de la tasa de interés de intervención disminuye la demanda agregada y por ende aplaca las presiones inflacionarias. En el caso del segundo canal, un aumento de la tasa de interés tiene como consecuencia la apreciación de la tasa de cambio lo que disminuiría el precio de las importaciones y por ende la inflación interna. Finalmente, para el último de los canales mencionados, un aumento de la tasa de interés de referencia envía un claro mensaje a los agentes quienes se abstendrán de solicitar créditos y realizar grandes inversiones lo que a su vez disminuye las presiones sobre la inflación.

### 1.7 Trilema de la política monetaria.

En un trabajo clásico Mundell (1963) expone un trilema al que se enfrenta cualquier política monetaria, a saber: existen tres objetivos todos deseables de toda política monetaria: i. un nivel dado de tasa de cambio; ii. un nivel dado de tasa de interés y iii. libre movilidad de capitales y divisas. Gómez (2006) expone claramente el objetivo de cada uno de estos objetivos en las siguientes palabras:

El objetivo de tasa de cambio es deseable para lograr objetivos con respecto al comercio internacional. El objetivo de tasa de interés es deseable para lograr objetivos domésticos relacionados con el ciclo económico. El tercero, de movilidad de capitales, es deseable para fomentar la eficiencia en la asignación del ahorro y la competitividad doméstica. (Gómez, 2006, p.3).

Ahora bien, el problema es que solamente dos de esos tres objetivos se pueden alcanzar simultáneamente; así entonces la autoridad monetaria debe decidir cuales objetivos perseguirá. No obstante en esta era, denominada global, impera el libre movimiento de capitales en el mundo económico, así que en términos prácticos uno de esos objetivos está decidido, ha sido dictado por el capital internacional y ha sido asumido y permitido por los gobiernos de países y regiones.<sup>8</sup> Así entonces, asumiendo que la libre movilidad de capitales y divisas es una realidad de nuestro tiempo, que tiene ciertas restricciones pero que al menos desde la teoría y el discurso se intenta profundizar y perfeccionar con el transcurrir de los días, a las autoridades monetarias les quedan dos opciones: buscar el objetivo tasa de interés o buscar el objetivo tasa de cambio.

La anterior disyuntiva no es superficial porque con ella se define también el régimen de política monetaria y el ancla nominal. La solución a esta disyuntiva es trivial en el marco del modelo de Inflación Objetivo. Hemos visto que la meta de inflación se convierte en el ancla nominal de la política monetaria y por ende la elección obvia dentro del modelo es el objetivo tasa de interés. Como consecuencia de lo anterior, la tasa de cambio debe ser flotante y así debe ser para que el modelo sea consistente, porque de lo contrario -es decir en el escenario de tasa de cambio fija- ante un ataque a la moneda nacional, la autoridad monetaria de un país defenderá el valor de su moneda y se olvidará del objetivo de inflación (Kahn & Parrish, 1998).

---

<sup>8</sup> El debate sobre la globalización financiera, sus procesos y sus consecuencias es sumamente pertinente y relevante para entender este tema, pero no se abordará ampliamente en este texto ya que desbordaría el objetivo del mismo.

## 1.8 Inflación Objetivo en Colombia.

El modelo de inflación objetivo en Colombia se ha implementado al menos desde el año 1999, el punto de inflexión que se considera como fundacional en cuanto a la adopción de esta estrategia, se da el día 25 de septiembre del año 1999, cuando el Banco de la Republica abandona el sistema de banda cambiaria. No obstante, podemos sostener que al menos desde 1991 el país estuvo realizando las reformas institucionales y legales requeridas para el correcto funcionamiento del modelo.

La más importante de estas reformas se encuentra en la constitución política nacional de 1991 donde el constituyente le otorga al Banco de la República autonomía administrativa, patrimonial y técnica, así mismo le encomienda el objetivo de mantener la capacidad adquisitiva de la moneda y le concede la función de autoridad monetaria, crediticia y cambiaria de la nación. Finalmente se destaca la eliminación de las funciones de crédito de fomento y de inversiones forzosas que hasta antes de la carta política en mención eran responsabilidad del emisor (Uribe. J., 2005).

La constitución de la misma manera le indica a la autoridad monetaria que su objetivo y sus funciones se deben ejercer en coordinación con la política económica general. Ahora bien, no solo en el Título XII Del Régimen Económico y de la Hacienda Pública, Capítulo 6 de la Banca Central, Artículos 371 a 373 de la carta política nacional, se encuentran los fundamentos jurídicos de estas reformas. Sino que otras disposiciones legales se han aprobado y como desarrollo de la norma superior, en concreto podemos hacer referencia a la Ley 31 de 1992 conocida como “ley del Banco de la República”.

La ley 31 de 1992 desarrolla los mandatos constitucionales del capítulo de la banca central. El artículo 2 de esta ley obliga al Banco de la Republica a adoptar metas específicas de inflación. El texto original de la ley mencionaba en su parágrafo que esas metas debían “ser siempre menores a los últimos resultados registrados” (ley 31, 1992) no obstante el texto entre comillas fue declarado inexecutable por la corte constitucional mediante sentencia C-481 de Julio 7 de 1999. De la misma manera el artículo 5 de la citada ley obliga al Banco de la Republica a presentar informes periódicos al congreso de la republica sobre la ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia<sup>9</sup>, lo cual se realiza desde 1997.

Pero no solamente podemos hacer referencia a normas jurídicas, sino que la arquitectura institucional se ha modificado en otros terrenos y esto sin duda ha ayudado a la implementación del modelo en el país. Para ilustrar lo anterior podemos citar dos ejemplos

---

<sup>9</sup> El artículo 371 constitucional también lo indica.

en concreto los cuales son expuestos por López et al. (2016) y son la profundización del mercado monetaria y la liberalización de diferentes tasas de interés por parte del Banco de la República, así como la creación de un mercado de deuda pública por parte del Ministerio de Hacienda.

### 1.8.1 El Banco de la Republica en la práctica.

Con el fin de exponer la práctica de política monetaria por parte del Banco de la República, resulta útil conocer el abanico de posibilidades de política con las que cuenta la autoridad monetaria, cuando el objetivo de política monetaria es el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda. Bajo este contexto las estrategias o regímenes de política monetaria puede ser tres: monetaria, cambiaria o de Inflación Objetivo. “Cada una de estas estrategias corresponde a tres anclas nominales: el dinero, la tasa de cambio y la meta de inflación” (Gómez, 2006, p.4). Del mismo modo resulta también conveniente exponer cuáles han sido los instrumentos y las metas intermedias para el periodo de análisis.

**Cuadro 1. Política monetaria 1991-2015.**

Sub-Periodo	Principal instrumento de política	Meta intermedia	Ancla nominal
1991-1995	Encajes – OMAS	Agregado Monetario M1	Dinero
1996-1999	Encajes – OMAS	Base Monetaria	Dinero (1996-1998) Tasa de cambio (1998-1999)
2000-2015	Tasa de interés de intervención	Pronóstico de inflación	Meta de inflación

Fuente: elaboración propia con base en Kalmanovitz,(1999) y (2002) y Gómez, (2006).

Dicho lo anterior es claro que para el periodo 1991-1999 la estrategia o régimen de política era una híbrida (entre cambiaria y monetaria) donde prevalecieron elementos de estrategia monetaria, salvo en la coyuntura de Sudden Stop, donde el ancla nominal paso a ser la tasa de cambio y por ende la estrategia presentaba fuertes elementos de cambiaria.

Si complementamos el cuadro 1 con información relevante a propósito de la política cambiaria, con el fin de traer a colación todos los elementos relevantes dentro del trilema de política podemos llegar a conclusiones interesantes.

**Cuadro 2. Política cambiaria 1991-2015.**

<b>Sub-Periodo</b>	<b>Régimen de política cambiaria</b>
1991-1993	Tasa de cambio flotante intervenida.
1993-1999	Banda Cambiaria
1999-2015	Tasa de cambio flotante

Fuente: elaboración propia con base en Gómez, 2006 y Ocampo, 2015b.

Si combinamos la información del cuadro 1 y el cuadro 2 podemos afirmar que para el subperiodo 1991-1999 la estrategia de política monetaria aparte de ser híbrida, no representaba una solución al trilema de política, toda vez que buscaba alcanzar tanto objetivos de comercio internacional como del ciclo económico interno. Si lo ponemos en términos de lo que la teoría de Inflación Objetivo denomina transparencia, esta fue poco transparente.

Así las cosas y como lo ha señalado Kalmanovitz (1999), de 1991 a 1994-95, el Banco de la Republica ejerció una política expansiva, con el fin de evitar una brusca revaluación de la tasa de cambio como consecuencia de la llegada masiva de dólares al país como producto de la apertura. Ahora bien, de 1994-95 a 1999 el Banco de la República practica una política contraccionista que se explica en lo fundamental por el déficit fiscal del gobierno nacional central.

De la misma manera podemos afirmar que para el subperiodo 1991-1999 la inflación era vista por la autoridad monetaria como un fenómeno monetario, por esta razón la meta intermedia fue el agregado monetario M1 y la base monetaria, aquí es importante recordar que la meta intermedia se establece teniendo en cuenta que esta debe ser una variable con un grado de importante de predictibilidad respecto a la meta final, que recordamos de paso siempre fue en el periodo la estabilidad de precios y el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda.

Desde que se abandona la banda cambiaria en septiembre de 1999 la estrategia de política monetaria empieza a perfilarse como de Inflación Objetivo, aunque en realidad, esto no fue tan claro sino hasta el año 2001, ya que el Banco de la Republica en sus informes del año 2000 insistía en que la base monetaria, era la variable que explicaba con un mayor grado de robustez la inflación.

### **1.9 Conclusiones del capítulo.**

Podemos concluir que la implementación del modelo de Inflación Objetivo no es producto del azar, ni mucho menos es una imposición de los organismos multilaterales de crédito ni de los grandes poderes económicos globales (aunque su adopción sí se presenta en el marco de la negociación del país con el FMI en el contexto de la crisis de fin de siglo), como ha

sugerido parte de la literatura más crítica sobre la cuestión, sino que ha sido un proceso que se ha llevado a cabo de forma racional por las élites del país –desde luego teniendo en cuenta recomendaciones y asesorías de los grandes poderes económicos mundiales- y que buscan ubicar al país como un referente en torno al anhelado objetivo de estabilidad macroeconómica que se considera como una condición indispensable para el desarrollo.

De acuerdo al trilema de la política monetaria y teniendo en cuenta que la decisión sobre la libre movilidad de capitales es en cierto grado incuestionable si se desea vivir en un mundo globalizado, y si de la misma manera se tiene en cuenta que Colombia no ha vivido episodios graves de inflación<sup>10</sup>, la solución recomendada al trilema es perseguir el objetivo tasa de interés, el cual de hecho, como se anotó en el acápite anterior fue adoptado por la autoridad monetaria claramente a partir del año 1999.

Tendremos la oportunidad de estudiar cómo la crisis de fin de siglo será determinante en el cambio de visión acerca del fenómeno inflacionario por parte de la autoridad monetaria. Sin embargo, se deja expuesta la idea preliminar de que el Banco de la Republica debe renunciar a su visión de la inflación como un hecho monetario en razón de la crisis financiera de fin de siglo y la consecuente pérdida de predictibilidad de la base monetaria sobre la inflación.

En resumen, un hecho de carácter mundial como la globalización, sumado a hechos de carácter nacional (historia de la inflación en Colombia y la crisis de fin de siglo), son claves para entender las circunstancias de tiempo y modo en las cuales adopta el modelo de inflación objetivo, el cual recalcamos es una solución al trilema de política.

---

<sup>10</sup> como tendremos la oportunidad de estudiar más adelante ha sido relativamente baja y ciertamente estable



## **2. Capítulo 2: Críticas a la inflación y al objetivo de inflación.**

### **2.1 Introducción.**

El presente capítulo busca proponer una tipología que logre organizar las críticas que se han propuesto frente a la inflación en general y frente al modelo de Inflación Objetivo en particular. Lo anterior en razón de que ríos de tinta se han derramado al respecto, sin embargo, no es fácil encontrar propuestas que busquen darle un cauce a estos ríos. Así entonces, el objetivo del segundo capítulo de esta tesis, es contribuir a encontrar puntos de posibles convergencias en escritos y enfoques que en principio parecieran no tener algo en común.

### **2.2 Críticas al modelo de inflación objetivo.**

Del capítulo anterior se puede deducir -aunque no se anotó de forma explícita- que la inflación para la corriente principal es entendida tan sólo como un fenómeno de exceso de demanda, lo que implica una causalidad única del fenómeno, y por ende un único instrumento de lucha contra este mal, a saber, el control de la tasa de interés como herramienta de política monetaria.

En otros términos lo anterior puede ser expresado de la siguiente manera: cuando la inflación es producida por demanda, la tasa de interés es un buen instrumento para contener las presiones de demanda y la inflación, pero si la inflación se da por el lado de la oferta, entonces un aumento de la tasa de interés puede atenuar la inflación, pero generando aumentos en la producción. En consecuencia, el modelo de inflación objetivo con su instrumento de tasa de interés, funciona tal y como se ha presentado en el capítulo anterior solamente cuando los brotes inflacionarios son de demanda.

También se presupone dentro de la corriente principal que las economías poseen una suerte de condena llamada “tasa natural de desempleo” que indica que una economía si quiere ser estable (entendiendo esa estabilidad como baja inflación) debe convivir con unos niveles dados –generalmente altos- de desempleo que en apariencia no es posible combatir porque lo natural no es susceptible de ser modificado. Todo lo anterior se ha condensado en la

llamada NAIRU “Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment” o tasa de desempleo que no acelera la inflación.

Este último punto, a decir verdad, resulta polémico, los defensores de NAIRU, sostienen que el concepto no amerita ser interpretado de esta manera, y talvez la polémica sea solamente discursiva por el sinónimo que tiene NAIRU, a saber: “tasa natural”. Stiglitz (1997) ha defendido la utilidad de NAIRU y ha cuestionado la interpretación del párrafo anterior por al menos tres motivos: el primero es que NAIRU tiene un poder importante de predictibilidad sobre la inflación (cerca del 20% para el caso de los EEUU), el segundo es que NAIRU es una variable y no un valor estático. A primera vista el argumento podría parecer desafortunado porque es obvio. No obstante, Stiglitz precisamente llama la atención sobre la necesidad de recordar que NAIRU es dinámica y que por ende cambia con el transcurrir del tiempo y responde a coyunturas. Desde este punto de vista la “naturalidad” de la “tasa natural de desempleo” es tan solo relativa. El tercer motivo es que NAIRU debe interpretarse más como una variable lineal que como una convexa, esto quiere decir que los costos inflacionarios de una reducción del desempleo no son decididamente mayores que en el caso contrario, como se pensaba anteriormente.

Por otra parte, vale decir también que para la corriente principal la excusa de la baja inflación es el bienestar social. Todos los modelos que defienden el objetivo de estabilidad de precios tienen la particularidad de exponer sus bondades señalando que esta condición es necesaria para alcanzar una senda de crecimiento positivo y sostenido de largo plazo, y, en general buenos resultados macroeconómicos y que sin esta estabilidad la incertidumbre y la zozobra podrían convertirse en grandes obstáculos para el desarrollo.

Teniendo en cuenta los anteriores puntos, la siguiente es una propuesta de tipologías y de caracterización sobre las críticas a la lucha contra la inflación y al modelo de Inflación Objetivo. Valga aclarar aquí, que éste, como cualquier intento de clasificación, es imperfecto, pero puede resultar útil a la hora de condensar y de organizar una serie de postulados críticos al esquema que suelen aparecer en la literatura de forma desorganizada.

En consecuencia, esta tesis propone cuatro grupos de críticas al modelo de Inflación Objetivo, las cuales se enumeran, pero no tienen un orden jerárquico entre las mismas:

1. Críticas al esquema sin críticas a la lucha contra la inflación.
2. Críticas a la naturaleza de la lucha contra la inflación.
3. Críticas a los fundamentos teóricos de la lucha contra la inflación.
4. Críticas a los resultados del modelo de Inflación Objetivo.

### **2.3 Críticas al esquema de Inflación Objetivo sin críticas a la lucha contra la inflación.**

En este grupo de críticas encontramos una serie de razonamientos postulados desde las corrientes principales, los cuales ponen en entredicho la efectividad del modelo de Inflación Objetivo, pero no cuestionan el hecho mismo de la lucha contra la inflación, de hecho, encuentran que no existen tampoco argumentos en contra del esquema de Inflación Objetivo, pero si encuentran que sus beneficios no son los publicitados. Esto quiere decir que las críticas aquí agrupadas, apuntan a poner en tela de juicio solamente los beneficios prácticos de la aplicación e implementación del modelo y no el modelo per se.

Aquí nos basamos en Ball & Sheridan (2004). En este trabajo los autores aclaran insistentemente que no tienen nada en contra del esquema, ni que lo quieran atacar; sencillamente desean mostrar que en sus resultados no encuentran que se cumplan los beneficios expuestos por lo defensores del modelo.

El trabajo en mención encuentra para una muestra de veinte países de la OCDE, entre los cuales siete adoptaron el esquema<sup>11</sup> y trece no lo hicieron<sup>12</sup>, que no existe evidencia de que la implementación de Inflación Objetivo mejore los resultados de las tasas de inflación, el producto y las tasas de interés, si esos resultados se comparan con los resultados de países que no adoptaron el esquema.

Los autores comparan datos en tres periodos: i. desde 1960 a 1984; ii. desde 1985 a 1990 o 1993 (según cada país haya implementado el esquema) y iii. desde 1990-93 hasta el año 2000 y utilizando el método estándar de “diferencias en diferencias” (el cual mide el efecto de un tratamiento, en este caso de la política entre los periodos pre-política y post-política) encuentran los siguientes resultados para el crecimiento de la producción y para el comportamiento de las tasas de interés.

Respecto al crecimiento del producto, se concluye que éste es más estable en los países sin Inflación Objetivo que en los países con Inflación Objetivo, antes de adoptar el esquema; sin embargo, en ambos grupos de países los niveles de producción empiezan a estabilizarse después de los años 90's. Por lo tanto, no existe evidencia de que la política en cuestión sea determinante para lograr mejores resultados en el objetivo de incrementos de la producción nacional.

Por su parte, en lo referente al comportamiento de las tasas de interés, los autores encuentran que las tasas de interés de largo plazo (que reflejan las expectativas de inflación) son más

---

<sup>11</sup> Australia, Canadá, Finlandia, Nueva Zelanda, España, Suecia, Reino Unido.

<sup>12</sup> EEUU, Japón, Dinamarca, Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Italia, Irlanda, Holanda, Portugal, Noruega y Suiza

altas en los países que adoptaron el esquema que en los países que no lo hicieron. De la misma manera se encuentra para las tasas de interés de corto plazo (las cuales reflejan las maniobras de la autoridad monetaria para controlar la inflación) que éstas también son más altas en los países que implementaron el esquema, no obstante, se aclara que existe una tendencia a la baja en ambos grupos de países respecto al comportamiento de las tasas de interés tanto de largo como de corto plazo.

La gran conclusión del trabajo en cuestión es que no existe evidencia de que el esquema de Inflación Objetivo haya mejorado los resultados económicos de alguno de los países de la muestra que implementaron dicha política. Lo anterior –sostienen los autores- podría explicarse en razón de que tanto los países con Inflación Objetivo como los países sin ella aplican tasas de interés similares, por ejemplo, usan políticas monetarias cercanas a la regla de Taylor y eso en la práctica significa el uso de una política monetaria cercana a la Inflación Objetivo o un esquema implícito de ella.

Estos resultados sugieren que algunos de los aspectos formales del esquema de Inflación Objetivo tales como los informes de inflación y los anuncios públicos de la meta parecieran no ser aspectos tan importantes y tan relevantes a la hora de controlar la inflación.

Resultados similares y en la misma vía se obtienen en Posen (1995); Campillo y Miron (1997); Blinder (1998) y Debelle (1996) quienes concluyen en términos generales que los países (más exactamente las autoridades monetarias de estos) que adoptaron esquemas de Objetivos de Inflación no redujeron sus niveles de inflación a un costo menor de lo que lo hicieron los países (autoridades monetarias) que no adoptaron el esquema.

## **2.4 Críticas a la naturaleza de la lucha contra la inflación**

### **2.4.1 Inflación y crecimiento económico**

Este segundo grupo de críticas se enfoca en cuestionar no solamente el esquema de Inflación Objetivo sino la misma lucha contra la inflación. Los argumentos que sostienen este grupo de críticas, en términos generales, se pueden resumir en que el fenómeno de la inflación per se no es el enemigo de una sociedad y de una economía, salvo si esta adquiere grandes dimensiones, es decir, que el verdadero enemigo de una economía es la hiperinflación y no la inflación como tal.

Aquí podemos encontrar trabajos como el de Barro (1995) quien concluye para el caso de los EE. UU que una tasa de inflación igual o menor a 10% no tiene repercusiones ni efectos negativos sobre el crecimiento económico. Así las cosas, es bastante probable que puedan co-existir niveles tolerables de inflación con niveles aceptables de crecimiento, lo que a su vez implica nueva evidencia empírica sobre la existencia de los postulados de la llamada curva de Phillips.

Epstein & Maximov (1999) estudiando el caso concreto de Sudáfrica encuentran resultados similares a los de Barro (1995) en el sentido de cuestionar las posibles consecuencias negativas de inflaciones moderadas –los autores proponen niveles menores a 20% para considerar una inflación como moderada- de hecho encuentran que no existe ninguna ventaja de las políticas des-inflacionarias respecto a las inflaciones moderadas en términos de las variables reales de la economía, así las cosas una inflación moderada no afecta ni el crecimiento, ni la inversión y a su vez alienta las exportaciones cuando la economía cuenta con una tasa de cambio flotante.

Epstein & Maximov (1999) concluyen que las inflaciones moderadas no le hacen ningún daño significativo a la economía real y en ocasiones pueden hasta llegar a alentar estas variables. Sin embargo, no ocurre lo contrario, una desinflación afecta gravemente a las variables reales en especial al empleo, así entonces los autores concluyen que es más costoso en términos sociales –léase en términos de las tasas de desempleo- luchar contra una inflación moderada que mantener una inflación moderada.

Tanto de los estudios de Barro (1995) como de Epstein & Maximov (1999) llama la atención un problema que no podemos pasar por alto y es que la gran divergencia de los resultados que han arrojado las investigaciones que se han ocupado de estudiar los costos de la inflación pueden sugerir que en términos estrictos es más lo que ignora la literatura sobre los costos de la inflación que lo que conoce. Aunque algo si es claro hasta el momento, y es que es más barato el costo de un ligero aumento de la inflación que el costo de una disminución en la misma. Sin embargo, es necesario ser cuidadosos con esta afirmación, ya que pequeños brotes inflacionarios en apariencia inofensivos, pueden causar a largo plazo grandes inflaciones con sus lamentables consecuencias. Así entonces no se pretende desconocer lo que la historia puede enseñarnos al respecto ni los postulados monetaristas en la materia. Sin embargo, es necesario revisar con ojo crítico tanto unos como otros argumentos con el fin de no reemplazar un extremo por otro extremo.

#### **2.4.2 La obsesión en la lucha contra la inflación y el problema de la credibilidad.**

Ahora bien, vale la pena rastrear desde qué momento la lucha contra la inflación se convirtió en una obsesión para los economistas y para las autoridades económicas del mundo. Un posible origen es la hipótesis de que la política económica es más eficaz si es creíble para los agentes económicos (los cuales se suponen toman sus decisiones en base a la racionalidad instrumental). En este postulado –como hemos señalado en el capítulo uno- el papel determinante lo jugaron las teorías de las expectativas racionales.

Desde los años 70's del siglo pasado y a raíz del fenómeno de estanflación propio de las economías industrializadas, empezó a hacerse común la idea de la lucha contra la inflación tanto en la academia como en la política; surgieron dos posiciones al respecto: la primera defendiendo la idea de que los ajustes en términos de la lucha contra la inflación se debían realizar de forma gradual y la segunda sosteniendo que estos no daban espera y debían realizarse con un mensaje de urgencia, o con cierta inmediatez. Como evidencian Blackburn & Christensen (1989) este debate se zanjó rápidamente y surgió un consenso en la idea de que la política óptima para reducir la inflación a un bajo o nulo costo para la producción se basaba en la credibilidad de la política económica sin importar si ésta era gradual o abrupta, ya que lo verdaderamente importante era que los agentes creyeran en el compromiso de la autoridad monetaria para luchar contra la inflación. En otros términos, podemos decir que el remedio en la lucha contra la inflación se encuentra en la credibilidad que puedan lograr las autoridades monetarias en el conjunto de la población a propósito de la radicalidad en su lucha contra este mal.

De la misma manera Blackburn & Christensen (1989) se dieron a la tarea de comprobar empíricamente la hipótesis mencionada en el párrafo anterior y obtuvieron los siguientes resultados: primero existe un sesgo que se puede entender como una especie de pecado original, ya que la literatura sobre la credibilidad proyectó sus resultados en base a modelos que incluían unas variables proxy para representarla, la cual desde luego es insuficiente para obtener recomendaciones de política económica. En segunda instancia se menciona el hecho de que no todas las variables macroeconómicas clave, como el empleo, se incluyeron en dichos modelos fundacionales de la literatura defensora de la hipótesis de credibilidad.

En un segundo momento los autores encontraron que la hipótesis de credibilidad puede presentar al menos las siguientes tres limitaciones: i. limitaciones tecnológicas, ii. limitaciones administrativas y iii. limitaciones estratégicas. Las primeras hacen referencia a los datos y a la calidad de los mismos (es fundamental recordar aquí que las proyecciones de inflación son la herramienta privilegiada para anclar las expectativas de inflación), y a la capacidad de controlar y manipular los instrumentos de política. Las segundas se refieren a la capacidad de los gobiernos de gestionar y aplicar las agendas legislativas y ejecutivas necesarias destinadas a abonar el terreno para que las instituciones que deben intervenir lo puedan hacer de la mejor manera. Y finalmente, las limitaciones estratégicas se pueden resumir en la incompatibilidad de incentivos entre las autoridades políticas y los agentes. Este debate se centra en lo que conocemos como problema de inconsistencia temporal de la

política monetaria<sup>13</sup>. Menester es señalar en este punto precisamente que todas estas limitaciones han querido ser atacadas por parte del esquema de Inflación Objetivo.

En tercera instancia los autores encontraron en un ejercicio comparado entre los Estados Unidos, Reino Unido y Dinamarca que en los tres casos se presentan los siguientes puntos en común a propósito del manejo de la política monetaria desde 1979 y hasta la fecha de publicación del trabajo (1989): i. abandono de la discrecionalidad y adopción de reglas para el manejo de la política monetaria; ii. fuerte disciplina fiscal y iii. anuncio público de las metas de política monetaria.

Sin entrar en más detalles, lo importante a destacar del estudio de Blackburn & Christensen (1989) es su conclusión, a saber: las medidas centradas en atacar el problema de credibilidad de política monetaria no han producido los efectos deseados, con la posible excepción de Dinamarca, donde la política ha tenido éxito en la reducción de la inflación sin un aumento significativo del desempleo. Para ilustrar lo anterior basta mencionar que en dos de los tres países de la muestra (Reino Unido y EEUU) la desinflación ha ido acompañada de considerables aumentos en el desempleo. Entre 1979 y 1983, la inflación se redujo de 13,4% a 4,6% en el Reino Unido y del 11,3% a 3,2 % en los EE. UU, resultados que en primera instancia parecerían asombrosos y asegurarían el éxito de las medidas pro credibilidad; no obstante, al revisar las cifras de desempleo, la percepción puede cambiar un poco. El desempleo en el Reino Unido en el mismo periodo (1979-1983) aumentó de 5,1% a 12,4% y, en los EE. UU, pasó del 5,8% al 9,6%.

Vale entonces indagarse sobre la naturaleza del éxito de las medidas proclives a reducir la inflación en el mundo. Dicho lo anterior la pregunta obligada es ¿qué tan exitosa, tan creíble, pero sobre todo tan legítima puede ser una medida que ataca las cifras de empleo de forma tan dramática como lo hemos visto? (Sobre todo en el entendido de que las cifras de partida en la inflación no eran inflaciones galopantes sino inflaciones moderadas).

### **2.4.3 La lucha contra la inflación como un problema de hegemonía y legitimidad.**

---

<sup>13</sup> En sentido estricto Blackburn Y Christensen (1989) se refieren al motivo empleo y al motivo ingreso a los cuales se pueden enfrentar cualquier gobierno. El motivo empleo es ese incentivo que tiene una autoridad monetaria para desviarse de las metas de política con la finalidad de propiciar un aumento del empleo. El motivo ingreso hace referencia a ese incentivo gubernamental mediante el cual se podría financiar en determinado momento el déficit fiscal a través de señoreaje.

Ya hemos respondido por qué la inflación se convirtió en una obsesión para los políticos y los economistas después de los años setenta del siglo pasado, ahora vale la pena preguntarnos por qué la obsesión contemporánea se centra en niveles tan bajos de inflación (generalmente menores o iguales a 4%). Una posible respuesta que desde esta tesis se propone se formula en dos vías. La primera es una cuestión de hegemonía y legitimidad y la segunda un problema que podemos llamar técnico, pero que se refiere puntualmente a la manera cómo se concibe el fenómeno por parte de académicos, políticos y sociedad.

Para definir lo que entendemos por hegemonía recurriremos al economista italiano Giovanni Arrighi quien apoyado en los conceptos gramscianos clásicos sobre el tema, nos ofrece la siguiente definición:

La hegemonía es el poder adicional del que goza un grupo dominante en virtud de su capacidad para impulsar la sociedad en una dirección que no sólo sirve a los intereses de tal grupo, sino que también es entendida por los grupos subordinados como conforme a un interés más general (Arrighi, 2005, p.22).

Por su parte la legitimidad desde Weber (1994) se entiende como la aceptación social de determinado fenómeno, o visión particular del mundo. Como vemos ambos problemas se encuentran interrelacionados y son a nuestro parecer fundamentales para explicar la obsesión por la baja inflación que contemporáneamente no es una visión tan solo de la academia o de los políticos, sino que también lo es del público en general.

Se propone que la obsesión por la baja inflación es una cuestión de hegemonía y legitimidad porque la opinión y los intereses particulares del mundo financiero han sido en primera instancia colocados y asumidos como intereses de la sociedad en general. Y en segunda instancia porque estos intereses han cooptado la visión sobre la política monetaria, y en consecuencia ha intentado acomodar esta última de tal forma que responda a estos intereses particulares en apariencia generales. Ciertamente no es necesario realizar un estudio muy minucioso para comprobar lo anterior. Para darle validez a esta hipótesis basta con preguntarse ¿quiénes son los grandes beneficiarios de la baja inflación?; retomaremos este problema más adelante con lujo de detalles, cuando tratemos el tema de la inflación y su relación con la distribución del ingreso, pero adelantamos que no es la sociedad en general la mayor beneficiada de esta visión particular del mundo, sino que los mayores beneficiados son los rentistas financieros de los órdenes globales y nacionales.

Aunque se anotó en el párrafo anterior que no es necesario una investigación para comprobar esa afirmación, estudios al respecto existen y se condensan sobre todo en la literatura de inspiración marxista, la cual ha arrojado bastantes luces al respecto, estudios representativos se condensan en los trabajos de Epstein & Maximov (1999); Epstein (2002) y Epstein (2003). En estos trabajos el común denominador ha sido la denuncia en base a datos empíricos a la supuesta independencia de los bancos centrales en el mundo (instituciones



encargadas de dirigir la política monetaria por regla general) la cual se ha puesto en entredicho debido a lo que Epstein y los autores marxistas han denominado la dependencia de los bancos centrales al sector financiero. Esta literatura ha concluido que la política monetaria tal y como la conocemos hoy en día responde exclusivamente a los intereses de las finanzas en general y del mundo financiero privado en particular.

Ahora bien, la obsesión de la baja inflación también es un problema técnico, fundamentalmente se trata de visiones distintas entre economistas y no economistas a propósito del problema de la inflación. En un estudio comparado entre Alemania, EEUU y Brasil diferenciando las visiones de público en general y economistas de profesión, Shiller (1997) encontró que en términos generales las poblaciones de los dos primeros países poseen una marcada aversión a la inflación porque consideran que ésta es producto de la codicia de personas y empresas, quienes en la búsqueda de su beneficio propio inflan los precios con el fin de generar mayores ganancias; es decir, que las poblaciones alemanas y estadounidenses según este estudio entienden que la inflación puede ser un fenómeno netamente especulativo, que se agrava cuando los salarios no se indexan a esos aumentos en el nivel general de precios.

El problema de la especulación por regla general no se encuentra inmerso dentro de los análisis teóricos de la corriente principal en lo que se refiere a posibles causas de la inflación y por ese motivo los economistas profesionales de los países de la muestra, mostraron un entendimiento diferente al de la población en general respecto al fenómeno inflacionario, que en lo fundamental se apega a lo que enseña la teoría económica estándar.

Dicho lo anterior vale la pena en primera instancia tener en cuenta que piensan las poblaciones de los países sobre el fenómeno de la inflación, ya que son escasas las alusiones a la población en las proyecciones y análisis de este fenómeno. En segunda instancia valdría la pena replicar el mencionado estudio de Shiller en Colombia para saber qué piensan los colombianos sobre la inflación y con base a estos resultados poder comparar lo que piensan los hacedores de política y lo que piensan las personas en general que son en última instancia quienes sufren el fenómeno.

Finalmente, una crítica frente a la naturaleza de la lucha contra la inflación se resume en una de las conclusiones de Rochon & Rossi (2006). “La conclusión es que el éxito de cualquier tipo de política económica debe ser medido con respecto al empleo, el crecimiento real, y el bienestar de la población, que son los principales objetivos de cualquier política en el largo plazo.” (Rochon y Rossi, 2006, P.616) (Traducción propia)

## **2.5 Críticas a los fundamentos teóricos de la lucha contra la inflación**

“Algunos críticos de la ortodoxia argumentan que la inflación es insuficiente como guía para la política monetaria, porque una economía puede acumular desequilibrios considerables en sus balances sin que estos tengan efecto alguno sobre la inflación” (Lo vouto & Cibils, 2004, p.19)

### **2.5.1 Inflación e inestabilidad financiera.**

Es fácil demostrar que a pesar de bajos niveles de inflación las economías pueden engendrar burbujas especulativas e insostenibles niveles de endeudamiento que más temprano que tarde llevan a profundos desequilibrios económicos. No obstante, sabemos desde Irving Fisher y Hyman Minski que es necesario que la política monetaria enfrente esos riesgos potenciales, y esto precisamente es lo que ignoran los modelos de Inflación Objetivo y en general todas las estrategias de política que tienen por meta final la estabilidad en el nivel general de precios.

En lo concerniente a esta crítica vale la pena exponer los siguientes dos argumentos que Palley (2002) ha señalado para explicar las razones por las cuales los desequilibrios de deudas y de burbujas financieras no se pueden observar cuando el único objetivo de la política monetaria es el control de la inflación: i. el Índice de Precios al Consumidor como instrumento de seguimiento de la inflación no incluye el precio de los activos financieros ni el precio de los bienes raíces y esto per se genera una grave distorsión del problema financiero en términos de su posible influencia en las tasas de inflación; ii. dada la apertura de mercados de capital en el mundo es sencillo que el sector privado de un país se endeude en el exterior y que esta deuda no afecte por un buen tiempo la estructura de la economía nacional, no obstante, puede suceder que las variaciones en la tasa de cambio hagan insostenibles ciertos niveles de deuda externa y así, en ese momento de insostenibilidad de deuda, se presente un riesgo potencial de desestabilización profunda de la economía.

Los anteriores dos, son razonamientos que los modelos de política monetaria que buscan un solo objetivo no incorporan en sus análisis; sin embargo, son situaciones que suceden recurrentemente sobre todo en economías industrializadas, donde las relaciones financieras y los productos financieros han adquirido –y lo siguen haciendo- un carácter cada vez más profundo, más complejo y más desarrollado.

### **2.5.2 La inflación como un fenómeno producido unívocamente por presiones de demanda.**

Hemos visto que la tasa de interés como instrumento de política es adecuada para responder ante inflaciones explicadas por el lado de la demanda, pero que puede resultar insuficiente

cuando se producen por el lado de la oferta. Así las cosas el modelo de Inflación Objetivo se basa en una concepción que solo reconoce a la demanda como causa de la inflación, al menos en el largo plazo<sup>14</sup>. (Lo voulo & Cibils, 2004).

Lo anterior relativiza el hecho de que puedan existir otras causas de la inflación que se presenten por ejemplo por el lado de la oferta (o por vaivenes en la tasa de cambio, o descoordinación con el resto de la política económica, etc.). Vale la pena aquí recordar los clásicos argumentos keynesianos al respecto, y es que un corpus teórico que pretenda recomendar y aplicar política monetaria no puede desconocer por definición que la inflación pueda producirse vía costos. Sin embargo, los defensores del esquema niegan que la oferta tenga algo que ver en la inflación, en el largo plazo, y como este es el horizonte que interesa a la política monetaria sus argumentos resaltan constantemente que los choques de oferta que podrían afectar –y de hecho afectan- el nivel de precios en el corto plazo, se terminan anulando unos a otros y desaparecen en el largo plazo, razón por la cual las presiones inflacionarias de oferta terminan por excluirse de sus modelos.

Desde las críticas formuladas por autores poskeynesianos, donde recogemos los trabajos de Rochon & Rossi (2005) y Rochon & Setterfield. (2007); Moreno (2014) entre otros, sabemos que si la inflación es vista como un fenómeno exclusivo de demanda, la tasa de interés se convierte en la variable clave para atacarla. Lo anterior se operacionaliza de la siguiente forma: cuando se usa la tasa de interés de intervención para controlar la inflación lo que se busca en la práctica es que la tasa de interés de mercado se pueda igualar con la tasa de interés natural (aquella en la cual se iguala la tasa de interés a la productividad marginal del capital, o sea aquella que no presiona los costos ni a la baja ni al alza), si esto sucede entonces se garantiza que la brecha del producto sea cercana a cero (o cero) y en consecuencia se controle también a la inflación ya que para el modelo los datos sobre el producto son información necesaria y suficiente para estimar y conocer los efectos de la inflación en la actividad económica real.

Todo lo anterior genera un corolario interesante y es que si la política de Inflación Objetivo considera una sola variable como causante de las presiones inflacionarias y se ignoran otras posibles causas, entonces podría suceder que la tasa de interés sea un instrumento insuficiente. En razón de lo anterior, es que los defensores del modelo recomiendan a los bancos centrales y a las autoridades monetarias que desean implementar el modelo que se concentren en un objetivo único para la política monetaria, ya que solamente existe un solo

---

<sup>14</sup> Es menester señalar que no es que la teoría dominante desconozca las presiones inflacionarias por el lado de la oferta, lo que sucede es que solo las considera en el corto plazo, pero como este es el mundo del largo plazo, en sentido estricto desconoce, desdibuja y hasta borra las presiones inflacionarias de oferta de sus análisis y de sus modelos porque para esta corriente estas no son necesarias de modelar, en el entendido de que desaparecerán en el largo plazo.

instrumento (como mencionamos: la tasa de interés). Así las cosas, un solo instrumentos para múltiples objetivos resultaría peligroso, por este motivo se debe perseguir un objetivo primordial, que en la práctica podría considerarse como único, ya que otros objetivos se podrán alcanzar cuando no se comprometa el de estabilidad de precios.

Sin embargo, surge un problema y es que lo anterior (un solo objetivo para la política monetaria) podría causar inconvenientes a la hora de explicarle a un país y a una sociedad cómo se maneja y qué objetivos persigue su política monetaria, por eso en la práctica, muchas legislaciones les han otorgado varios objetivos a las autoridades monetarias. Para ilustrar esto tomemos como ejemplo el caso nuestro. La constitución Política de 1991 en su título XII capítulo 6 (De la Banca Central) le otorga al Banco de la República la tarea de velar por mantener la capacidad adquisitiva de la moneda en coordinación con la política económica general. La autoridad monetaria del país entiende “política económica general” de la siguiente manera: “aquella que propende por estabilizar el producto y el empleo en sus niveles sostenibles de largo plazo” (Banco de la Republica de Colombia, 03/02/2018. Qué Hacemos. Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/es/el-banco/que-hacemos>)

Así pues, el país cuenta con una autoridad central la cual posee varios objetivos siendo el central mantener la capacidad adquisitiva de la moneda; no obstante, intenta alcanzar estos objetivos con un solo instrumento, lo que se puede considerar como un despropósito respecto de la ley de Tinbergen acerca de la política monetaria, es decir, un instrumento por un objetivo.

### **2.5.3 Inflación e Inconsistencia en el Tiempo de la Política Monetaria.**

Otro de los fundamentos teóricos de la lucha contra la inflación se encuentra presente en el llamado problema de inconsistencia dinámica o inconsistencia en el tiempo de la política monetaria. Esta hipótesis surgió con el trabajo de Kydland y Prescott (1977). Según esta línea argumental una política que se rige por la discrecionalidad de la autoridad monetaria tiene serios problemas para ser exitosa ya que dicha autoridad posee todos los incentivos para desviarse de su meta y propender por lograr mejores resultados en la serie del producto antes que en las series de inflación, ahora bien, como los agentes son racionales conocen estos incentivos y se anticipan a ellos de tal forma que al final de cuentas existe el riesgo potencial de que la autoridad monetaria en su supuesto afán por mejorar el producto y los niveles de empleo cambie un panorama de “Trade off” entre inflación y desempleo por un panorama de estanflación. Sin embargo, como los agentes son plenamente racionales y conocen este riesgo potencial, no tiene ningún sentido dirigir la política monetaria mediante discreción y el camino obvio sería una regla de política monetaria, ya que ninguna maniobra de la autoridad monetaria podrá sorprender a los agentes.

La anterior argumentación suena racional y convincente, no obstante, existen serios problemas empíricos para comprobar esta hipótesis, los defensores de ella, señalan que el

problema de estanflación de los años 70's son suficiente prueba de la veracidad de la hipótesis, no obstante, se puede afirmar que este episodio fue excepcional, y en ese orden de ideas resulta arriesgado plantearlo como prueba de la hipótesis y mucho menos puede derivarse del mismo una generalidad válida para todo tiempo y espacio.

Mucho se ha dicho teóricamente sobre el problema de inconsistencia dinámica, y de hecho es uno de los argumentos esgrimidos para justificar la necesidad de una autoridad monetaria con independencia de fines e instrumentos. Sin embargo, se pueden plantear algunas críticas a ello. Estas se encuentran en la literatura del modelo Real Business Cycle -RBC- (modelo del ciclo de negocios). RBC argumenta que los gobiernos que se someten a las reglas de la democracia electoral intentan maximizar sus posibilidades de re-elección por medio de expansiones económicas las cuales se pronuncian antes del periodo electoral.

Alesina, Roubini, Cohen (1997) encuentran que no existen datos empíricos que apoyen y respalden la hipótesis de inconsistencia temporal de la política monetaria. Centrándose en las variables oferta monetaria y tasas de interés, los autores reconocen que

No se encontraron pruebas de que la economía crece más rápido o la tasa de desempleo es menor durante los años de elecciones; Del mismo modo, la política monetaria no parece ser más expansiva en los años de elecciones, y no hay evidencia de un aumento en la tasa de inflación en periodos postelectorales" (Alesina et al., 1997, p.108) (Traducción propia).

No obstante, vale aclarar que la anterior conclusión solo es válida para los gobiernos de derecha los cuales poseen una suerte de aversión a la inflación en sus programas económicos, así las cosas, los autores sospechan -aunque no lo demuestran- que la hipótesis de inconsistencia dinámica de la política monetaria podría comprobarse si se analizaran gobiernos de izquierda, ya que la izquierda no posee esa aversión a la inflación que es constitutiva casi que por definición a los gobiernos de derecha.

Frente al mismo problema de inconsistencia dinámica, David Romer en base a datos agregados macroeconómicos del mundo industrializado concluye en su libro *Macroeconomía Avanzada* que "las series temporales sobre la inflación parecen contradecir las predicciones de las teorías sobre la incoherencia dinámica" (Romer, 2002, p.533). Encontramos de esta manera poca evidencia empírica a favor de las teorías de inconsistencia temporal de la política monetaria, aun sin tener que salir de la órbita de la economía estándar.

#### **2.5.4 La tasa de Desempleo que No Acelera la Inflación (NAIRU) y la transparencia de la política monetaria.**

Por otra parte, el problema de la llamada Tasa de Desempleo que No Acelera la Inflación (NAIRU por sus siglas en inglés), la cual como hemos anotado en el capítulo 1 tiene un

sinónimo que en la literatura se conoce como “tasa natural de desempleo” ha ocupado un lugar privilegiado en toda esta discusión. La NAIRU sostiene que cualquier intento de la autoridad monetaria por reducirle tan solo genera brotes inflacionarios. Por esta razón la autoridad monetaria debe olvidarse del objetivo desempleo y se debe concentrar exclusivamente en la lucha contra la inflación.

La primera crítica que puede sonar un tanto obvia y trivial es que no puede existir nada de natural en una tasa de desempleo, ya que esta en principio es una decisión que toman las autoridades monetarias: o se deciden por atacar el desempleo o por atacar la inflación; en este sentido es una decisión política, la cual implica beneficios para unos sectores y agentes y pérdidas para otros, así entonces, insistimos, en esta decisión no hay nada de natural.

Epstein & Maximov (1999) plantean las siguientes críticas puntuales a la NAIRU:

1. Es muy difícil medir o calcular la NAIRU de alguna manera convincente (pareciera un as bajo la manga y no un juicioso ejercicio estadístico y econométrico), así que es inconveniente basar la política monetaria en ella<sup>15</sup>.
2. La NAIRU se supone es dinámica y no fija. Esto genera otro inconveniente para formular la política monetaria de largo plazo basado en ella, ya que no se tienen en cuenta los movimientos de la NAIRU para realizar cambios en la política monetaria porque esta se plantea a muy largo plazo, sin tener en cuenta coyunturas particulares.
3. La NAIRU opera asimétricamente en el sentido de que si bien un aumento del desempleo disminuye la inflación, no se puede garantizar que ocurra lo contrario, es decir que una disminución de la inflación disminuya el desempleo.
4. La política monetaria planeada a tan largo plazo termina afectando a los niveles de la NAIRU, razón por la cual la política monetaria no es neutral.
5. La teoría sobre la que se basa la NAIRU es reduccionista. Si bien es claro que la inflación se ve afectada por el empleo también es cierto que la inflación se ve afectada por un montón de variables más las cuales no se tienen en cuenta a la hora de formular la política monetaria.

Por su parte y a propósito de la NAIRU Ball (1997) encuentra que aquellos países que lograron reducir sus niveles de inflación más drásticamente durante el primer lustro de la década de los 90's también aumentaron drásticamente los niveles de su NAIRU.

Ahora bien, frente al problema de la transparencia en el manejo de la política monetaria, que se explicita en los constantes informes (generalmente trimestrales) de las autoridades monetarias respecto a los estados de inflación y en las presentaciones de los informes

---

<sup>15</sup> Hemos visto que Stiglitz (1997) opina que en terminos generales NAIRU es un concepto que puede ayudar a formular política.

técnicos (generalmente televisados) sobre su manejo. Presentaciones que dicho sea de paso, se encuentran encabezadas por los gerentes de las autoridades monetarias, vale decir que si bien la información se encuentra disponible y la rendición de cuentas se realiza puntualmente y tratando de involucrar a la mayor cantidad de población posible, es preocupante que la transparencia se plantee tan solo en términos de los resultados de la política y no en términos de su formulación.

Es importante cuestionarse sobre la transparencia de una política monetaria formulada, ejecutada y evaluada a espaldas del público. Parece ser contradictorio que la rendición de cuentas implique también cierta dictadura en el desarrollo de la política monetaria. Para sostener este argumento es necesario recordar que la política monetaria no es concertada con la población en general y que aún puede escapar a la influencia de los gobiernos elegidos democráticamente en el caso en que estos llegaren a tener visiones diferentes a las de la autoridad monetaria. Pareciera ser que la estabilidad de precios fuera un fin en sí mismo y no el reflejo de las preferencias de una sociedad, porque si un pueblo llega al consenso de que es necesario cambiar de rumbo en la política económica y lo expresa eligiendo un gobierno que propone cambiar el modelo de política monetaria, la independencia de la autoridad monetaria lo impediría.

Un dicho popular reza que no por hacer más elecciones se es más democrático, la misma lógica se puede utilizar en este punto, no por presentar informes la política es más transparente e incluyente. Otra noción de transparencia se puede formular desde la búsqueda de consensos deliberativos entre los ciudadanos y los hacedores de política. Es interesante recordar aquí que la política monetaria en particular es una de las pocas políticas públicas, por no decir que la única, que no es concertada o al menos debatida con los grupos de interés.

Así mismo es importante mencionar que en las circunstancias actuales no existe una posibilidad real de que la población de un país participe en la formulación y ejecución de la política monetaria ya que este es un campo reservado para los saberes técnicos, es una cuestión de sabios y versados en el tema. Por ende, el debate sobre su manejo –si es que existe- recae en un puñado de personas que dirigen la autoridad monetaria. En el caso de Colombia la junta directiva del Banco de la Republica conformada por siete (7) personas, quienes deciden los destinos de una política que afecta a más de 49'000.000 de personas.

En resumen resulta criticable una visión de la transparencia tan escueta y epidérmica, que solamente se reduce a un anuncio de las metas y a un informe de los resultados<sup>16</sup>. Todo lo anterior se traduce en que el significado de la transparencia dentro del esquema de Inflación

---

<sup>16</sup> la población se encuentra excluida también de la evaluación de los resultados de la política monetaria, este también es un campo reservado para los saberes técnicos

Objetivo es cuando menos falaz ya que se reduce a la socialización de los resultados de la política monetaria.

Finalmente vale señalar aquí que tanto el problema de la credibilidad que se abordó en la sección 2.4.2 como el problema de la inconsistencia dinámica en el tiempo de la política monetaria de la sección 2.5.3 y el problema de la Tasa de Desempleo que No Acelera la Inflación que se trató en este acápite, han dado cabida a lo que Epstein ha llamado los fundamentos de la macroeconomía del enfoque neoliberal sobre los bancos centrales.

Un banco central independiente es una de las piedras angulares sobre las que se sostiene un esquema como el de Inflación Objetivo, así entonces una crítica a los postulados básicos de este (Credibilidad de la política monetaria, inconsistencia dinámica de la política monetaria y la NAIRU) se constituye en una crítica a los bancos centrales independientes que por demás son independientes de los gobiernos y de las poblaciones, pero al parecer no lo son de los intereses rentistas y financieros.

Dicho lo anterior es claro que la meta de inflación y el objetivo único de estabilidad de precios le restringe soberanía y margen de maniobra al Estado para estabilizar las variables reales de la economía tales como el empleo y la producción vía política económica. Así las cosas, la política monetaria ha subsumido a la política fiscal, estas deben coordinarse, no es posible que el banco central transite por una vía realizando esfuerzos por estabilizar la inflación y que el gobierno transite por otra vía presionándola al alza.

Que la política monetaria subsuma a la fiscal significa que la disciplina fiscal del Estado tiene que tener en el horizonte el objetivo de la estabilidad de precios, porque sin ella es imposible lograr desarrollo y crecimiento, es decir, que el ejemplo debe empezar por casa; en materia fiscal se debe buscar lograr este objetivo que es considerado precondition para el logro de otros. Así pues, no es extraño que los países que han definido su estabilidad macroeconómica como un problema donde la estabilidad de precios es primordial deban establecer férreas disciplinas en materia fiscal para alcanzarla.

Siguiendo con esta argumentación es posible afirmar que puede existir un divorcio entre la política económica en general y la política monetaria en particular ya que es prioritario alcanzar los objetivos de la monetaria sobre cualquier otra política. De este modo, la meta de inflación sacrifica fundamentalmente al mercado laboral (ver críticas a la NAIRU) y a la política fiscal y por esa vía es una restricción para la garantía de los derechos económicos, sociales y culturales los cuales se suponen deben ser garantizados por el Estado social de Derecho.



## 2.6 Críticas contra los resultados de la inflación objetivo

### 2.6.1 Inflación Objetivo y Tasas de Interés.

Quisiéramos iniciar señalando que los resultados de la política de Inflación Objetivo no son los más alentadores cuando se toma en cuenta no sólo a la inflación. El objetivo de inflación sacrifica el producto vía aumentos de las tasas de interés. Así lo evidencia Epstein (2002) quien para una muestra de 14 países (8 industrializados y 6 emergentes)<sup>17</sup> encontró que aquellos que adoptaron el objetivo de inflación presentan tasas de interés real más altas que aquellos países que no lo hicieron, además concluye que este fenómeno se agudiza en los países emergentes ya que estos deben ser mucho más estrictos en la aplicación del modelo para alcanzar los objetivos propuestos si se comparan con respecto a los países desarrollados.

De la misma manera este mencionado aumento de las tasas de interés se convierte en una carga adicional para el fisco que debe pagar un mayor costo por sus deudas, sobre todo en el entendido que los Bancos Centrales Independientes no financian a sus gobiernos y estos deben recurrir al mercado financiero para conseguir los recursos necesarios para su funcionamiento y potencialmente para inversión.

Finalmente, y en la misma vía de lo expuesto por Epstein (2002), Arestis & Sawyer (2003) ponen en duda la eficacia del instrumento de política del modelo de Inflación Objetivo –a saber la tasa de interés- ya que encuentran evidencia suficiente para sostener que no existe una relación significativa entre el aumento de la tasa de interés y la reducción de las tasas de inflación, es decir que posiblemente se sacrifiquen el producto, el empleo, la inversión etc. sin que esto se vea recompensado en una disminución de la inflación.

### 2.6.2 Inflación Objetivo y Distribución del Ingreso.

Aunado a lo anterior, tenemos otra crítica y es el papel de la distribución del ingreso. “La inflación es un indicador de la tensión distributiva entre los intereses de las diferentes clases sociales en cualquier economía monetaria de producción” (Moreno, 2014, p.31). Lo anterior se resume en que la inflación claramente es una variable re-distributiva y en ese sentido la política monetaria no puede ser neutral en ningún horizonte de tiempo.

Para entender este argumento es necesario señalar que el problema de la distribución funcional del ingreso desapareció prácticamente de la agenda de investigación de los

---

<sup>17</sup> EE.UU, Alemania, Gran Bretaña, Francia, Japón, Australia, Nueva Zelanda, Canadá, Sudáfrica, Brasil, Chile, México, Turquía y Corea del Sur.

economistas e investigadores de la corriente principal, desde hace unos veinte años. No obstante, algunos estudios –por su puesto heterodoxos- entre los que se encuentran, por mencionar los más relevantes, Galbraith (2001); Kregel (1978); Palley (2006); Rochon & Rossi (2006); Rochon & Setterfield (2007) y Moreno (2014) han advertido y han llamado la atención sobre las consecuencias en la distribución del ingreso que se presentan en las economías que han adoptado el modelo de inflación objetivo.

Rochon & Rossi (2006) encuentran para una muestra de diez países<sup>18</sup> que la participación de los salarios disminuyó considerablemente en la distribución funcional del ingreso desde que se implementó el modelo de Inflación Objetivo. La distribución del ingreso empeoró para los salarios en casi todos los países de la muestra. Para ilustrar lo anterior, se tomarán como ejemplo casos representativos. En Nueva Zelanda, la participación de los salarios pasó de representar el 50% (entre 1980-1989) a representar el 43% (entre 1990-2003), en Suecia, dicha participación pasa de representar 58,4% (entre 1980-1992) a representar 53% (entre 1993-2004) y en Finlandia la variable en cuestión se transforma de un 55% (entre 1980-1992) a un 49,4% (entre 1993-2004).

El estudio también encontró que la participación de los salarios en la distribución del ingreso mejoró en Islandia y suiza, sin embargo, también es necesario mencionar que no existen suficientes datos para suiza así que las conclusiones pueden ser apresuradas. Con respecto a Islandia, lo que sucedió es que la autoridad monetaria no implementó por completo el modelo de Inflación Objetivo, sino que lo hizo parcialmente y esto explica el comportamiento de la distribución del ingreso para ese país, sin embargo, para obtener una conclusión robusta sobre este país –señalan Rochon & Rossi- tendríamos que mirar los datos desde el año 2005 cuando la autoridad monetaria de ese país empezó a aplicar una política más restrictiva.

Los estudios de Rochon & Rossi (2006) y Rochon & Setterfield (2007), y de Ball (1994) también muestran otra consecuencia interesante sobre los resultados de la política de Inflación Objetivo, medida no en clave de variables nominales sino en clave de variables reales y es que las metas de inflación han pagado costosas tasas de sacrificio, que, de hecho, no han tenido la capacidad de reducir y que al contrario muestran tendencias al alza. Por tasa de sacrificio se entiende el aumento de las tasas de desempleo como producto de la lucha contra la inflación dividido entre la disminución total de la tasa de inflación.

En un estudio que toma en consideración los modelos poskeynesianos aplicados a los datos de Colombia, Moreno (2014) concluye que desde que se implementó el modelo de Inflación

---

<sup>18</sup> Australia, Canadá, Finlandia, Islandia, Nueva Zelanda, Noruega, España, Suecia, Suiza y el Reino Unido.

Objetivo en nuestro país, la participación de los salarios en el PIB se redujo en un 1% para el periodo comprendido entre los años 2001 y 2008.

Los resultados presentados por Rochon & Rossi (2006) y por Moreno (2014) sugieren que los factores de producción no están siendo remunerados de acuerdo a su productividad marginal y que bajo esquemas de objetivo de inflación los salarios han crecido por debajo del crecimiento de la productividad. Respecto a este último punto Giraldo (2016) ha llamado la atención sobre la forma en que se reajusta el salario mínimo en Colombia y en la consecuente pérdida de poder adquisitivo de los trabajadores colombianos, y si bien esto último no es culpa del modelo de Inflación Objetivo, si ayuda a complementar el panorama en cuanto a la distribución funcional del ingreso.

Dicho todo lo anterior Moreno (2014) concluye que: “En Colombia, las decisiones de la Junta del Banco de la República se han alejado de la regla justa de la tasa de interés<sup>19</sup>, es decir, sus efectos no han sido neutrales, por el contrario, promovieron claramente un patrón regresivo de la distribución del ingreso a favor de los poseedores de riqueza”. (Moreno, 2002, p.31).

---

<sup>19</sup> La regla justa de tasa de interés señala que para que no se altere cierta distribución del ingreso en una sociedad la tasa de interés real debe ser igual a la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo (Setterfield, 2009 citado en Moreno 2014).



## **3. Capítulo 3: La Teoría de la Regulación del Capitalismo.**

### **3.1 Introducción**

El presente capítulo busca presentar de forma organizada y rigurosa el andamiaje conceptual y teórico de la Teoría de la Regulación del Capitalismo, haciendo un énfasis especial en lo propuesto por esta escuela en términos de análisis sobre la moneda, con el fin de precisar el marco teórico con el cual se estudiará el modelo de Inflación Objetivo en nuestro país en el siguiente capítulo.

### **3.2 La Teoría de la Regulación del Capitalismo**

La Teoría de la Regulación del Capitalismo es una economía política y una macroeconomía institucional de carácter histórico, la cual nace en los años 70's del siglo pasado a raíz de la gran crisis que vive el centro del sistema capitalista (Europa y los EEUU)<sup>20</sup> y que culminó en lo que se conoce en la literatura como estanflación.

La Teoría de la Regulación nace como un programa centrado en una doble crítica. Por una parte se crítica la concepción unilateral y reduccionista del Homo Economicus, como ser dotado de plena racionalidad económica, sin contexto, sin pasiones, sin sentimientos e incansable buscador de su propio beneficio, predicado por la Teoría Económica Estándar y por otra parte se plantea una crítica al marxismo estructural que manifiesta que la estructura o base fundamental de la sociedad se encuentra constituida por los aspectos económicos y que las demás esferas de la vida en sociedad son meros reflejos de la economía; de la misma manera la Teoría de la Regulación crítica del estructural marxismo su concepción teleológica<sup>21</sup> de la historia.

---

<sup>20</sup> A esta gran crisis se le conoce como la crisis del modelo fordista de acumulación.

<sup>21</sup> Es una visión que cree en un destino manifiesto e irremediable de la historia de la humanidad: el tránsito al comunismo.

Ahora bien, en términos más precisos la Teoría de la Regulación es una crítica a los denominados tres pilares de la Teoría Económica Estándar: i. es una crítica al supuesto de plena racionalidad de los individuos y las empresas; ii. es una crítica al concepto único de equilibrio y iii. es una crítica al supuesto de que los agentes económicos solamente pueden coordinarse a través de los mercados. Estas tres críticas poseen como piedra angular el reconocimiento de que cualquier aspecto de la vida en sociedad tiene una historia que la precede y la ordena<sup>22</sup> y de la misma manera el reconocimiento de que las sociedades poseen también ciertas normas y costumbres que las configuran con cierta coherencia –O incoherencia?-, estas normas y costumbres son conocidas por la Teoría de la Regulación como *instituciones*. Ahondaremos en este último punto más adelante.

De acuerdo Misas Arango, cuatro son los pilares que sostienen la Teoría de la Regulación, a saber: i. la Teoría de la Regulación es una teoría agonística en la cual el conflicto es considerado como inherente al funcionamiento de la sociedad; ii. la Teoría de la Regulación considera que la sociedad se debe estudiar holísticamente, por lo tanto, su estudio implica de forma simultánea las esferas de lo económico, lo social, lo jurídico y lo político; iii. la Teoría de la Regulación es un análisis concreto de situaciones concretas y iv. la Teoría de la Regulación es una hostilización de la teoría económica convencional.

### **3.3 Fuentes y partes integrantes de la Teoría de la Regulación.**

Tres son las fuentes que alimentan la TR:

1. El materialismo histórico.
2. El institucionalismo americano.
3. La macroeconomía keynesiana y Kaleckiana.

#### **3.3.1 El Materialismo Histórico.**

El materialismo histórico fue una original contribución de Karl Marx quien en compañía de Friedrich Engels propuso un marco teórico para estudiar la sociedad que se encontrara alejado de cualquier interpretación metafísica o idealista, la cual de hecho imperó en el conocimiento humano hasta al menos el siglo XVIII. El materialismo histórico en consecuencia propone hallar en la historia de las condiciones materiales del ser humano las particularidades que permiten explicar porque los acontecimientos sociales sucedieron de la forma en qué lo hicieron y no de otro modo.

---

<sup>22</sup> Vale aquí recordar que la economía ortodoxa es una economía a-histórica.

Lo anterior pareciera ser reduccionista -y de hecho lo es-. Podríamos abordar apasionantes y extensos debates sobre lo que ha significado el materialismo histórico en la historia de la ciencia social, no obstante, esto desbordaría las pretensiones y los objetivos de esta tesis. Así entonces basta con señalar que no debe confundirse el materialismo histórico con el llamado marxismo, ya que sus desarrollos han desbordado los estudios que se han inspirado en Marx, tal como ha sucedido con el evolucionismo que inspirado en Darwin no ha recibido el nombre de Darwinismo.

De la misma manera es suficiente para los objetivos de este escrito, señalar que al materialismo histórico, inspirado en el historicismo alemán, le importa explicar realidades a partir de la comprensión de hechos históricos, tratando de apartarse de interpretaciones universalistas y generalizaciones abstractas<sup>23</sup> apostando por el análisis concreto de realidades concretas.

Así entonces la Teoría de la Regulación heredó de la teoría y el método del Materialismo Histórico, la explicación de los fenómenos humanos, sociales y desde luego económicos a través de una corta pero densa pregunta: *¿por qué fue así y no de otro modo?*<sup>24</sup> No tendría ningún sentido para la ciencia y para el conocimiento humano preguntarse cómo se hubiese desarrollado el curso de los acontecimientos si hubiera sucedido X o Y episodio o si no hubiera ocurrido Z o W. En consecuencia, la Teoría de la Regulación pretende explicar qué factores, episodios, acontecimientos y causas históricas permitieron que se configurara en cierto momento una determinada estructura económica.

### 3.3.2 El Institucionalismo Americano.

Por su parte el institucionalismo americano también es una original proposición que se puede resumir de forma breve en la producción académica de Thorstein Bunde Veblen, John Rogers Commons y Wesley Mitchell, quienes, influenciados por la sociología, el derecho y la estadística respectivamente reivindicarían la idea de incluir análisis interdisciplinarios en la ciencia económica criticando de paso al marginalismo por olvidar contextos y particularidades.

Ahora bien, en base a Eggertsson (1990), North (1990) y Williamson (1998) Mourao (2007) encuentra que el institucionalismo americano se rige al menos por los siguientes tres principios rectores: i. la ciencia económica debe integrarse con otras ciencias sociales como la sociología, la historia, la ciencia política y el derecho; ii. por falta de evidencia empírica

---

<sup>23</sup> Aún a pesar de que autores denominados marxistas caigan en este lamentable reduccionismo.

<sup>24</sup> Es tan apasionante y tan relevante esta pregunta que muchos de los trabajos más importantes en ciencias sociales se han escrito teniendo en mente esta pregunta. Para solo citar un ejemplo conocido, Eric Hobsbawm resalta en la introducción de su historia del siglo XX que esta es la pregunta guía de su texto.

e histórica deben negarse los supuestos básicos del análisis neo-clásico principalmente el homo economicus, los axiomas de racionalidad y el principio de maximización de beneficios y iii. la necesidad de un análisis interdisciplinario incorporado en los mismos factores históricos, políticos e institucionales, que desembocan en un “complejo sistema de influencias entre individuos, instituciones y sociedad” (Mourao, 2007, p.320).

Ahora bien, es menester señalar que el principal aporte del institucionalismo norteamericano consistió en reconocer el papel de otros tipos de agentes diferentes al homo economicus y en destacar el papel de las instituciones y del comportamiento en la economía. En otras palabras “el institucionalismo amplió el concepto de mercado y revigorizó el universo económico” (Mourao, 2007, p.323) lo hizo más complejo y por ende propuso complejizar los instrumentos para su análisis, incorporando los aportes teóricos y metodológicos de otras disciplinas cercanas y complementarias.

Dicho lo anterior, vale la pena exponer de forma concisa el concepto de institución para el Institucionalismo Americano y plantear su diferenciación con nociones contemporáneas que convergen en el llamado Neo-institucionalismo. Para ello diremos que Commons (1992) define por institución a toda acción colectiva que controla, libera y amplía la acción individual. En otras palabras, el institucionalismo americano entiende por institución un conjunto de reglas de funcionamiento o más exactamente de comportamiento. Es decir, una institución es una estructura social que le permite a los agentes cambiar o moldear su comportamiento.

Por su parte las instituciones poseen dos particularidades. La primera es que están históricamente determinadas, es decir, que son una suerte de herencia del pasado y la segunda es que son estables, pero cambian con el tiempo por ser construcciones históricas, sin embargo, sus mutaciones y transformaciones por llamarlas de alguna manera son lentas y se sitúan en el ámbito del largo plazo.

Finalmente es necesario aclarar que este institucionalismo americano, nada tiene que ver con el conocido y popular Neo-institucionalismo de nuestra época, ya que este último intenta explicar las instituciones (a las que entiende como estructuras de incentivos y castigos) con el lente de la teoría económica dominante, borrando de hecho la reivindicación fundamental del institucionalismo americano a propósito de la interdisciplinariedad; al contrario este neo-institucionalismo intenta cooptar a las demás disciplinas sociales por medio de la imposición del método heredado por el marginalismo económico.

### **3.3.3 La Macroeconomía Keynesiana y Kaleckiana.**

Se ha considerado como una de las fuentes inspiradoras de la Teoría de la Regulación a las ideas de John Maynard Keynes y Michal Kalecki, especialmente este último. Así entonces esta pequeña exposición se centrará en las ideas de Kalecki que influenciaron a la Teoría de



la Regulación y no se harán referencias al británico salvo en las convergencias y divergencias que su pensamiento posee frente a Kalecki.

Para iniciar recogemos a Sawyer (1985) quien encuentra tres grandes diferencias del pensamiento kaleckiano con respecto al pensamiento económico neo-clásico, a saber: i. el rechazo al supuesto de competencia perfecta. Para Kalecki el capitalismo poseía una estructura semi-monopolista y monopolista; ii. el rechazo al análisis de equilibrio. Para Kalecki el capitalismo era evidentemente cíclico y fluctuante, de ahí que no tuviera sentido desarrollar análisis de equilibrio ya que este supuesto era poco realista y además peligroso (cuando se plantea política económica de acuerdo a él) y iii. el rechazo del concepto de utilidad y de las herramientas que del mismo se desprenden (función de producción y función de utilidad).

A estas tres diferencias podemos añadir una cuarta y es la visión agonística de la economía, ya que él, como heredero de la tradición Ricardiana-Marxista observaba que la economía se caracterizaba por una lucha de intereses contrapuestos. En palabras de Sawyer: “Este conflicto se exhibe a través del grado de monopolio, en el sentido de que un aumento en el mismo, amplía el margen de los beneficios y disminuye los salarios reales” (Sawyer, 1985, p.11.).

Tenemos como elementos centrales de la macroeconomía Kaleckiana: i. el mecanismo por el cual se forman los precios (y por ende los beneficios); ii. el empleo (y el salario) y iii. la Inversión. Respecto al primer elemento vale recordar que para Kalecki lo que impera no es la competencia perfecta sino el oligopolio, y por esta razón los precios se forman de acuerdo al poder de mercado que posea cada empresa. Por su parte el empleo depende de la demanda agregada y de los niveles de producción, y no directamente del salario real (como en el marginalismo). Ahora bien, es claro que los capitalistas pueden determinar tanto sus beneficios como los salarios de sus empleados.

En lo que concierne a su visión de la Inversión, vale señalar que el polaco aceptaba la identidad  $S=I$  pero introduciendo una suerte de causalidad de Inversión hacia Ahorro, siendo la inversión variable independiente y el ahorro variable dependiente; y es en este punto donde encontramos una de las contribuciones más importantes de Kalecki: el papel de los bancos y del sistema financiero en las economías capitalistas, y es que él supone que los bancos no poseen muchas restricciones para satisfacer la demanda de crédito en una economía, de esta manera óptimos niveles de inversión y de gasto eran perfectamente posibles si los bancos cumplían con su trabajo.

Dicho lo anterior es claro que existen varias convergencias con los postulados básicos de las teorías de Keynes en los mismos puntos tratados (inversión, precios y empleo), no obstante, es menester aclarar aquí que los dos autores llegaron a estas conclusiones por vías y con motivaciones muy diferentes. Basta señalar que el economista polaco estuvo fuertemente

influenciado por la literatura marxista y no tenía pretensiones de ofrecer remedios para los males del capitalismo de su época; de otro modo el economista británico, quien por menos decir despreciaba la literatura marxista, pretendía lanzar un salvavidas a la economía de libre mercado.

En opinión de Eshag (1977) en tres aspectos se pueden encontrar las diferencias sustanciales entre Keynes y Kalecki:

1. En el propósito y el alcance de la intervención estatal. Para Keynes esta era fundamental con el fin de evitar que el desempleo y la depresión pudieran llevar al colapso del sistema económico, mientras que Kalecki se adhería a la misma fórmula, pero pensando desde la lógica de la población y no desde la estatal, ya que el polaco pensaba que el libre mercado no utilizaba plenamente los recursos y además los asignaba incorrectamente, al menos desde el punto de vista del bienestar.
2. En la cuestión de la distribución del ingreso. Para Keynes el problema de la distribución del ingreso paso ciertamente desapercibido, esa no era su preocupación central, mientras que si lo era para Kalecki, que de hecho por sus propias vías y sin utilizar la teoría del valor trabajo<sup>25</sup> encontró una particularidad de la economía capitalista muy parecida a la de la explotación marxista y es que los capitalistas pueden establecer o determinar sus propios ingresos pero también el nivel de ingresos de sus empleados gracias a las estructuras oligopólicas de los mercados realmente existentes.
3. En la importancia relativa de las ideas y los intereses contrapuestos. “La tercera y probablemente la diferencia más importante entre Kalecki y Keynes se refería al peso relativo atribuido por ellos a factores institucionales y políticos en comparación con el conocimiento puro, o las ideas, en la determinación de la política económica y sus desarrollos” (Eshag, 1977, p.81). Esto se refiere a lo difícil que es el cambio en las ideas y en las doctrinas sobre todo cuando de política se trata, existe una suerte de conservadurismo innato, como ejemplo de esto vemos la capacidad de Kalecki de prever que las políticas keynesianas no durarían mucho en razón de la lucha de intereses entre diferentes clases sociales o grupos económicos; al polaco probablemente no le habrá sorprendido la victoria de las ideas monetaristas, pero al británico sí.

Dicho lo anterior y recordando los tres elementos diferenciadores de Kalecki respecto al pensamiento neo-clásico, los cuales de hecho, han sido asumidos y reivindicados por la Teoría de la Regulación como bandera de lucha contra la ortodoxia, es que se puede entender a Kalecki y a su macroeconomía como fuente de inspiración de los regulacionistas.

---

<sup>25</sup> Este hecho ha satanizado a Kalecki en las corrientes marxistas dogmáticas.

### 3.4 Otras teorías que dialogan con la Teoría de la Regulación.

Cómo hemos mencionado aquí la Teoría de la Regulación es una apuesta interdisciplinar, de aquí que las tres fuentes que mencionamos anteriormente no se puedan considerar como las únicas fuentes de su inspiración. Así las cosas, y en aras de la objetividad es necesario mencionar aquí (sin entrar en detalles) otras teorías que se encuentran en constante conversación con la Teoría de Regulación, o para decirlo en palabras exactas otras teorías y otras metodologías de las cuales los estudios regulacionistas han podido recoger lecciones interesantes para robustecerse.

En primera instancia se debe mencionar a la Escuela de los Annales, de la cual la Teoría de la Regulación ha heredado herramientas para analizar e interpretar la historia, en términos de la larga duración; también es importante mencionar los aportes sociológicos de Pierre Bourdieu de quien en lo fundamental se recogen las nociones de *Habitus*<sup>26</sup> y *campo del poder*; así mismo se han recogido aportes de la CEPAL de donde se han rescatado los trabajos que dan cuenta de la notable diversidad de regímenes de acumulación; finalmente vale traer a colación a la geografía económica, la sociología de las instituciones y la economía de las convenciones.

### 3.5 Conceptos clave al interior de la Teoría de la Regulación.

Boyer (1992) sostiene que la Teoría de la Regulación propone tres niveles de análisis particulares y con diferentes niveles de abstracción y complejidad. Estos niveles refieren a los conceptos de *Modo de producción*; *Régimen de Acumulación* y *Forma Institucional*. A continuación, se entrará en cierto detalle sobre los mencionados conceptos, pero antes de esto es necesario anotar que el nivel de abstracción va reduciéndose desde *Modo de producción*, como concepto más abstracto, hasta Forma Institucional como concepto más concreto pasando por Régimen de acumulación como concepto intermedio. Esto quiere decir que la Teoría de la Regulación pretende analizar sus problemas concretos de forma concreta, pero sin olvidar sus abstracciones y generalidades.

Así las cosas, la Teoría de la Regulación plantea la necesidad de construir una especie de mapa completo que le permita obtener una vista panorámica del problema a tratar, pero realizando un zoom detallado en la particularidad que se quiere explicar y analizar.

---

<sup>26</sup> En la teoría de Pierre Bourdieu el habitus se entiende como los esquemas que permiten al individuo entender de una determinada manera el mundo y desenvolverse en el mismo.

### 3.5.1 Modo de producción.

El concepto de Modo de Producción es considerado dentro de la Teoría de la Regulación como el punto de partida de cualquier análisis, ya que se parte del hecho de que existen unas relaciones sociales de las cuales ninguna institución o ningún ser humano pueden escapar. Desde Marx, el concepto se ha utilizado para denotar la forma como se produce y como se intercambian mercancías al interior de una sociedad y de esta manera también lo entiende el regulacionismo, en palabras de Boyer “Con esta expresión se designa a toda forma específica de las relaciones de producción y de intercambio, es decir, de las relaciones sociales que rigen la producción y la reproducción de las condiciones materiales requeridas por la vida de los hombres en sociedad.” (Boyer, 1992, p.49).

Aun cuando la anterior definición es bastante abstracta la Teoría de la Regulación rescata del concepto en mención que el modo de producción en el cual nos desenvolvemos –el capitalista- impone una tendencia inherente a la *acumulación* concepto que es central en el análisis regulacionista, como veremos a continuación. No obstante, a partir de este concepto la Teoría de la Regulación analiza las formas exactas que pueden tomar los desequilibrios y las contradicciones engendradas por este constante proceso de acumulación.

### 3.5.2 Régimen de Acumulación.

Como vimos, del concepto de modo de producción se desprende el concepto de acumulación el cual es una generalidad y una constante bajo el capitalismo. Ahora bien, por régimen de acumulación se entiende la forma concreta que adquiere el proceso de acumulación en un espacio y en un tiempo determinados. Se puede definir de la siguiente forma: “Conjunto de regularidades que aseguran una progresión general y relativamente coherente de la acumulación de capital, es decir, que permiten re-absorber o extender en el tiempo las distorsiones y desequilibrios que nacen permanentemente del proceso mismo de acumulación” (Boyer, 1992, p.54).

No obstante, para encontrar y estudiar estas regularidades es necesario llevar el análisis a un nivel más concreto y buscar las formas exactas que adquieren las mismas; es aquí donde aparece y es útil el concepto de forma institucional, ya tendremos tiempo de analizarlo con más detalle. Por el momento surge la pregunta sobre las razones para estudiar la acumulación. Para responder esta pregunta es necesario plantearse otra, a saber: si el capitalismo se encuentra tan lleno de contradicciones, si es un sistema donde unos pocos acumulan y la gran mayoría apenas sobrevive ¿cómo es posible que haya podido permanecer en pie durante tanto tiempo? ¿cómo es posible que se renueve constantemente y se niegue a desaparecer? ¿cómo es posible que estas contradicciones no hayan desaparecido y en algunos casos hasta se hayan exacerbado?

Cuando se plantean las anteriores preguntas inmediatamente se entiende que la respuesta no es sencilla y no puede ser unívoca, es compleja y multidimensional y necesita ser resuelta desde los aspectos y las miradas más concretas de la política y la economía. Para ello la Teoría de la Regulación ha hecho uso del concepto de *regulación* el cual no se puede entender por fuera del concepto de régimen de acumulación en cuanto, estudiar la regulación implica “analizar con precisión los cambios cualitativos y cuantitativos, que han sido necesarios para la persistencia de las relaciones capitalistas en general” (Boyer, 1992, p.54)

### 3.5.3 Forma Institucional.

Por forma institucional se puede entender “toda codificación de una o varias relaciones sociales fundamentales” (Boyer, 1992, p.54). En otras palabras, las formas institucionales esclarecen el origen de las regularidades que permiten la reproducción de formas y estructuras económicas, políticas, jurídicas y sociales en un momento histórico determinado, es decir, permiten observar clara y concretamente la forma cómo se reproduce asimismo un determinado sistema.

La Teoría de la Regulación ha identificado cinco formas institucionales propias del capitalismo:

1. La moneda.
2. La relación salarial.
3. Las formas de competencia (conurrencia).
4. Las modalidades de adhesión al régimen internacional.
5. Las formas de Estado.

Dicho lo anterior es válido cuestionarse sobre las formas cómo operan las formas institucionales. A lo anterior la Teoría de la Regulación responde que lo hacen al menos tres niveles: i. como ley o regla jurídica; ii. como acuerdos o compromisos privados y iii. como sistema de valores o de representaciones.

Como se puede apreciar, las formas institucionales son la forma más concreta dentro del arsenal conceptual de la Teoría de la Regulación y es aquí donde justamente concentra sus esfuerzos ya que a este nivel es posible realizar análisis concretos de situaciones concretas. Esta concreción a la que nos hemos referido adquiere mayor relevancia cuando se piensa en los modelos de análisis de la economía convencional, los cuales se realizan por fuera del marco social, político y jurídico que los contextualizan y les dan forma. Así las cosas, la Teoría de la Regulación pretende explicar las coyunturas y las estructuras económicas dentro de su contexto y dentro de las particularidades de índole social, política y jurídica que las determinan, moldean o estructuran y no busca que sean estas particularidades las que se adapten al análisis económico.

### 3.5.4 La noción de crisis.

La crisis representa un concepto muy importante dentro de la Teoría de la Regulación, se podría decir que es un concepto primario, pero no primordial (como si lo es el concepto de régimen de acumulación y forma institucional). La definición más aceptada de crisis dentro de la Teoría de la Regulación es la siguiente: “Todo episodio en el curso del cual la dinámica económica y social entra en contradicción con el modo de desarrollo que la impulsa, es decir, en el que resalta el carácter contradictorio de la reproducción a largo plazo del sistema.” (Boyer, 1992, p.69). Aquí se introduce un término que no se había tratado y que es necesario aclarar y es el de modo de desarrollo, el cual se refiere a la conjunción de un régimen de acumulación y un modo de regulación.

De lo anterior se concluye que la importancia de este concepto –el de crisis- radica en el hecho de que es gracias a las crisis que el capitalismo logra superar sus contradicciones. No obstante, la Teoría de la Regulación no cae en el reduccionismo del marxismo estructural que considera las crisis como elementos unívocos y de la misma naturaleza, necesarios en el desarrollo del capitalismo. Por su parte el regulacionismo plantea que no todas las crisis responden a los mismos impulsos y a las mismas causas, y de la misma manera considera que cada crisis se resuelve de manera diferenciada de acuerdo a sus particularidades, por esta razón propone al menos cinco tipologías de crisis.

1. Crisis como perturbación externa. Este tipo de crisis es cercana a lo que la ortodoxia considera como shocks exógenos, tales como terremotos, sequías, inundaciones y en general grandes catástrofes que no pueden ser controladas y que no corresponden a un agotamiento del régimen de acumulación en vigor.
2. Crisis cíclicas: éstas son la constante dentro de un régimen de acumulación y “corresponden a la fase de verificación de las tensiones y desequilibrios acumulados en el periodo de expansión en el seno mismo de los mecanismos económicos y de las regularidades sociales y por lo tanto del modo de regulación que prevalece en un país y en una época dados” (Boyer, 1992, p.68).
3. Crisis del sistema mismo de regulación. Son crisis de grandes dimensiones y suceden cuando el sistema ante coyunturas desfavorables es incapaz de enfrentarlas con éxito y por ende se acompañan de cambios importantes en una o varias de las formas institucionales.
4. Crisis del modo de desarrollo. Este es un grado superior de la crisis, pero no es la crisis final; es una crisis que se manifiesta en un bloqueo permanente de la dinámica de la acumulación, es decir, se refiere a lo que comúnmente se conoce como “Depresión Económica”. En palabras de Boyer: “Esta crisis se define por la llegada al límite y la exasperación de las contradicciones en el seno de las formas institucionales más esenciales, aquellas que condicionan al régimen de acumulación” (Boyer, 1992, p.75).
5. Crisis del modo de producción. Esta es la gran crisis, la crisis final, aquella que tanto han visto los marxistas estructurales y que nunca ha llegado. Esta crisis se supone se

reflejará en un cambio absoluto de las relaciones sociales imperantes en el momento, se supone será representada en un cambio radical de las formas institucionales.

Ahora bien, es importante señalar que en términos generales cualquier crisis que se presente en cualquier economía podría encajar en alguna de las anteriores cinco tipologías, no obstante, la Teoría de la Regulación es consciente de que “existen tantas formas de crisis como regímenes de acumulación” (Boyer, 1992, p.76). Del mismo modo la tipología presentada con anterioridad permite evitar caer en análisis inocentes que hacen de cualquier crisis la gran crisis del sistema capitalista.

### **3.6 La moneda en la Teoría de la Regulación.**

Como el objetivo de esta tesis es estudiar un aspecto de la política monetaria en Colombia, como lo es el programa de objetivo de inflación, es necesario profundizar en lo que la Teoría de la Regulación ha podido reflexionar, estudiar y encontrar a propósito de la forma institucional Moneda.

Los estudios regulacionistas sobre la moneda, como señala Arias (2003), pueden dividirse en dos grandes etapas históricas. La primera la cual fue inaugural, analizaba la moneda desde el punto de vista de la teoría objetiva del valor, o teoría del valor-trabajo, rescatando los análisis de Marx y de la escuela clásica, por lo tanto en esta primera etapa de estudios regulacionistas sobre la moneda se le consideraba como una mercancía la cual representaba un trabajo humano abstracto y en ese sentido permitía el intercambio mercantil. En otras palabras, era considerada –tal como lo pensaba Marx- como una mercancía por fuera del mundo de las mercancías en la cual su valor de uso era equivalente a su valor de cambio.

El anterior enfoque desapareció de los estudios regulacionistas con el trabajo de Aglietta & Orlean (1982) donde como sostiene Arbeláez (2006) prácticamente se tiró por la borda la teoría del valor-trabajo para analizar la moneda; así entonces nace un nuevo marco analítico dentro de la escuela regulacionista, el cual se conserva hasta el momento en sus partes esenciales, pero con mejoras y actualizaciones, donde se concibe a la moneda como una Institución o acuerdo social anterior al mercado y pre-condición del mismo.

Esa institución e invención social llamada Moneda, encarna una profunda violencia, al ser expresión de la dominación de la totalidad (el Estado) sobre el individuo, de la misma manera expresa una profunda violencia al reproducir en el mercado las desiguales relaciones sociales anteriores a él (Aglietta & Orlean, 1982).

Para la Teoría de la Regulación el estudio de la moneda está lejos de ser un monopolio exclusivo de los economistas, ya que vista en términos históricos, prácticamente ninguna sociedad la ha ignorado sin importar si se ha organizado mediante un Estado o no, lo que traduce a su vez que no es exclusiva del capitalismo y por ende su estudio puede recaer en

los ámbitos de trabajo académico de antropólogos, sociólogos, politólogos, historiadores y economistas.

Ahora bien, la Teoría de la Regulación al plantear cierta universalidad de la moneda en la afirmación de que ninguna sociedad la ha ignorado, ha definido que la característica común de la moneda en todas las sociedades ha sido una muy básica y trivial, pero curiosamente desconocida.

La universalidad de la moneda está fundada en su naturaleza de lazo social, de operador de la pertenencia social y de mediación en los intercambios sociales más diversos, en el seno de los cuales opera como un representante de la totalidad social (Therét, 2013, p.16).

Lo anterior quiere decir que la moneda ha construido y construye sociedad, ha ayudado y ayuda a su consolidación y que ha permitido y permite su reproducción (la de la sociedad). Lo anterior es un aspecto básico en los procesos de construcción y consolidación de los Estados Nacionales modernos y desde luego explica que los Estados-Nación como expresión de su soberanía establezcan una moneda común –llamada justamente Moneda Nacional- dentro de sus territorios y que ésta sea elemento diferenciador privilegiado en sus fronteras.

La Teoría de la Regulación también propone desnaturalizar a la moneda, es decir, analizarla históricamente situándola como una invención social, como un hecho profano o humano y no natural o divino, y es que dentro de las lógicas comunes –tal y como sucede con el Estado- se tiende a ver a la moneda como algo natural y perenne ya que su uso cotidiano y necesario ha permitido la interiorización de la misma y por ende es rara la vez que se analiza de forma abstracta, en razón de que la moneda simplemente está allí y se utiliza; sin embargo, sus características no necesitan ser estudiadas para darle uso.

Dieciséis años después Aglietta & Órlean (1998) revolucionarían el estudio de la moneda dentro de la escuela regulacionista y propondrían una triada que sostiene una teoría de la moneda que pueda ser válida para analizar a las sociedades industriales y capitalistas actuales, pero también a sociedades antiguas y primitivas. Esta triada que sostienen el trípode de la teoría de la moneda está compuesta por: i. *Deuda*; ii. *Soberanía* y iii. *Confianza*.

### **3.6.1 La relación entre Moneda y Deuda.**

“Toda sociedad que esté dotada de moneda puede ser considerada como un tejido de deudas-crédito” (Therét, 2013, p.18). En consecuencia, donde existe moneda existe una relación deudor-acreedor, pero a su vez esa relación construye un tejido complejo de interdependencia social que se expresa en términos de deudas y créditos. A raíz de esa



función de interdependencia social en que se constituye la moneda, la Teoría de la Regulación sostiene que ésta se devela en primera instancia como unidad de cuenta.

De la misma manera al permitir que circulen y se hagan efectivos los circuitos de pagos en esa relación acreedor-deudor, la moneda es considerada en segunda instancia como medio de pago. En resumen “Como unidad de cuenta y medio de pago, la moneda es, pues un lazo social clave, un operador de totalización que unifica el sistema de las deudas y lo reproduce en forma dinámica” (Therét, 2013, p.18).

### **3.6.2 La relación entre Moneda y Soberanía.**

Desde la teoría política la soberanía puede ser entendida como esa capacidad que algún ente tiene para darse sus propias reglas y autogobernarse, en ese sentido se puede entender que quien es soberano no rinde cuentas a nadie, salvo a sí mismo y además quien es soberano tiene y ejerce poder sobre un conjunto de individuos llamados súbditos. Hasta aquí es claro que la soberanía y la capacidad de ser soberano no puede recaer sobre un individuo sino sobre un monstruo –por llamarlo de alguna manera- o un ser superior y suprahumano creado por individuos. En la política este ser superior y soberano se conoce como Estado (Hobbes, 2007), y aquí esa analogía puede ser utilizada para entender la naturaleza de la moneda entendida como soberanía.

El ser humano crea la moneda y está adquiere un carácter independiente del individuo y además logra que todos se sometan a ella, por esta razón adquiere una soberanía propia y como resultado de lo anterior existe una cierta “deuda de vida” del individuo frente a ese ser suprahumano llamado moneda, que de paso lo determina desde que nace hasta que muere. Del mismo modo, la moneda ofrece esa sensación de inmortalidad que permite la reproducción de la sociedad, en el entendido de que los súbditos son mortales pero el soberano no lo es; así las cosas, gracias a la moneda las relaciones sociales-económicas se pueden heredar y reproducir de generación en generación.

A través de la representación de la deuda de vida, moneda y soberanía mantienen una relación constitutiva estrecha, con sus ambivalencias respectivas. Lo anterior obedece a que la circulación de la moneda y el ciclo ininterrumpido de pagos hacen que la sociedad se reproduzca y aparezca a los ojos de sus miembros como eterna, inmortal y en consecuencia como autoridad soberana (Therét, 2013, p.22).

Lo anterior se traduce en que la moneda garantiza la existencia misma de la sociedad porque garantiza su reproducción y gracias a esto es expresión de soberanía.

### **3.6.3 La relación entre moneda y confianza.**

Este elemento es sin duda alguna el único elemento común en diferentes enfoques y análisis de la moneda, al menos desde el momento en que el dinero fiduciario se impuso sobre el dinero respaldado en algún elemento material concreto como el oro.

Para la Teoría de la Regulación existen tres formas diferenciadas de la confianza, a saber: i. confianza metódica; ii. confianza jerárquica y iii. confianza ética Therét, (2013). Lo anterior es un punto de partida fundamental porque de no tenerse en cuenta implicaría caer en el error de reducir la confianza a simple y llana credibilidad; y buscando precisamente evitar ese reduccionismo el regulacionismo propone esas tres formas de la confianza.

La confianza metódica es definida como la no desconfianza, y hace referencia al hecho de que se acepte la moneda sin cuestionarse sobre su aceptación social y teniendo en cuenta simplemente que es válida al ser aceptada hoy y esperando que sea aceptada mañana.

Por su parte la confianza jerárquica es la garantía y el respaldo de los valores expresados en la moneda, se expresa en esa certeza de que la moneda está garantizada por un poder colectivo, por la sociedad como un todo, y respaldada por un poder soberano (por el Estado, como garante de la moneda en última instancia), en otras palabras, la confianza jerárquica le otorga a la moneda el manto de la legalidad.

Finalmente “una moneda dispone de una confianza ética cuando sus modos de emisión, distribución y circulación parecen asegurar la reproducción de la sociedad como comunidad de pertenencia, es decir, respeta sus valores y normas constitutivas” (Therét, 2013, p.22), lo que significa en sentido estricto que la confianza ética embiste a la moneda del manto de la legitimidad.

Ahora bien, la moneda debe expresar estos tres tipos de confianza y para que esto suceda la soberanía de la moneda y del Estado deben llevar la voz cantante “porque si la soberanía es legítima, la confianza en la moneda está asegurada, la confianza metódica está garantizada por la confianza jerárquica, y ésta, por la confianza ética.” (Ídem).

## **3.7 La Naturaleza de la Moneda.**

Históricamente y sobre todo desde la perspectiva económica, la moneda ha sido estudiada partiendo de sus funciones y olvidando sus características constitutivas, su naturaleza. Lo anterior, podemos decir, es una visión positivista de la moneda, al sólo incorporar en sus análisis los elementos exteriores a ella. Es fácil demostrar que la moneda se utiliza como unidad de cuenta, medio de pago y reserva de valor y de hecho, tal esquema analítico nos ha acompañado desde al menos dos siglos, toda vez que esta visión se encontraba ya en los trabajos de la escuela clásica y de Marx.

No obstante, la Teoría de la Regulación pretende estudiar la moneda no sólo desde sus tres funciones esenciales, en razón de que esto equivaldría a estudiarla teniendo en cuenta solamente sus exterioridades. Para el regulacionismo la moneda es mucho más compleja que sus funciones, y su tarea se extiende más allá de lo que comúnmente se cree. Como se mencionó al inicio del presente capítulo la moneda es en primera instancia una relación social; un lazo social fundamental que permite no sólo la transacción de bienes mercantiles, sino que permite la reproducción misma de la sociedad y como tal es un Acuerdo Social, en términos de la Teoría de la Regulación una Forma Institucional.

En resumen, para la Teoría de la Regulación la naturaleza de la moneda se presenta en dos formas: i. como una relación social fundamental que se reproduce en el tiempo y que permite la reproducción de la sociedad y ii. “como un hecho social total que se actualiza asumiendo tres formas de presencia en el mundo, que se llamarán estados de la moneda” (Therét, 2013, p.41).

### **3.7.1 Los estados de la Moneda.**

Los estados de la moneda se refieren a las formas en las cuales la moneda hace presencia en el mundo, estas formas son tres: i. lenguaje; ii. objeto y iii. institución, las cuales representan respectivamente al *estado incorporado*, el *estado objetivado* y el *estado institucionalizado* de la moneda.

El estado incorporado hace referencia a ese proceso mediante el cual los seres humanos interiorizamos la moneda permitiendo que ésta se convierta en un medio de comunicación simbólicamente generalizado. En palabras de Bourdieu (2010) esto significa que el individuo puede incorporar este elemento a su *habitus* y que este sea un común denominador de todos los individuos. Así entonces, si la moneda ha sido interiorizada por todos los individuos de una sociedad, ésta se utilizará sin preocupación alguna sobre su origen o su legitimidad, lo cual crea a su vez una atmosfera de tranquilidad y de no preocupación que aquí se ha denominado confianza metódica. Dicho lo anterior, es fácil entender que la moneda se presente al mundo en primera instancia como un lenguaje común inteligible y aceptado por todos.

Por su parte el estado objetivado de la moneda, se refiere a que ésta es en efecto, un objeto físico tangible aceptado en apariencia libre y conscientemente. No obstante, toda moneda (o billete) como objeto físico tangible, posee dos caras (o lados). Una llamada cara y la otra llamada sello: la cara simboliza el poder político que respalda a la moneda, por eso es común encontrar en ella símbolos que representen la unidad nacional (en el caso de las monedas nacionales modernas) mientras que el lado sello simboliza el valor de la moneda en los intercambios comerciales (Therét, 2013).

Lo anterior es trivial y conocido, no obstante, valga señalar que ambas caras deben ser indispensables a la hora del análisis, pero por lo general las teorías ortodoxas sobre la moneda se concentran en el lado sello, olvidando el lado cara y los juristas, politólogos y antropólogos se olvidan del lado sello para concentrarse en el lado cara. En ese sentido la Teoría de la Regulación rescata las dos caras de la moneda y en consecuencia propone un análisis que incorpore ambas. Unido a lo anterior, plantea una dimensión transversal a las expuestas caras de la moneda, la cual es la dimensión institucional, que en esta teoría se conoce como amonedación y que llama la atención sobre el hecho de que no puede existir moneda sin reglas sobre su emisión y circulación.

Este último punto nos lleva a estudiar el tercer estado de la moneda, el estado institucionalizado. Este es el estado propiamente social de la moneda. Es la sociedad representada en la moneda y la moneda representando a toda la sociedad. En otras palabras, esto traduce, que todos los individuos y agentes en una sociedad pueden reconocerse e interactuar en ella gracias a la moneda. Ahora bien, como símbolo de la totalidad social, la moneda se ve sometida como institución, a un conjunto de reglas de emisión y de circulación que actualmente son monopolio de los bancos centrales, entendidos como autoridades monetarias de los Estados nacionales modernos.

Dicho todo lo anterior, y a modo de conclusión a propósito de la concepción de la moneda para la Teoría de la Regulación, se puede afirmar que ella es un hecho completo y complejo, que no se reduce a sus funciones y que no se agota en los aspectos económicos mercantiles. La complejidad de la moneda se puede resumir en que:

Es un hecho social total que tiene simultáneamente tres dimensiones, pues el fenómeno de la moneda es, a la vez, económico, político y simbólico (...) es un hecho mental y social, individual y colectivo, ideal y material, de naturaleza a la vez económica, política y simbólica (Therét, 2013, Pp.43-55).

## **4. Capítulo 4: El periodo de apertura y la Inflación Objetivo.**

### **4.1 Introducción.**

Este capítulo presenta en sus primeras líneas una caracterización del periodo de industrialización por sustitución de importaciones, toda vez que será importante tener en cuenta esta información para las conclusiones de la tesis. El capítulo divide el periodo de análisis (1991-2015) en dos subperiodos (1991-1999) y (2000-2015) y presenta la crisis de fin de siglo como la bisagra entre ambos. El capítulo hace hincapié en las formas institucionales Estado y Moneda, buscando establecer sus rupturas y continuidades y propone que la última es la forma institucional protagónica en el periodo y que este protagonismo puede ser interpretado como una insubordinación de esta forma institucional.

### **4.2 Industrialización por sustitución de importaciones.**

Vale la pena realizar una pequeña exposición sobre lo que se conoce como el Periodo de Industrialización por sustitución de importaciones ISI (1950-1990), teniendo en cuenta que allí asistimos al nacimiento de un proceso moderno de acumulación de capital, financiado con política monetaria y compatible con estabilidad de precios, a través de créditos de fomento (Misas, 2002). En ese orden de ideas, es desde esta época que podemos hablar de un régimen de acumulación en los términos presentados en este escrito. Expondremos brevemente las características del régimen de acumulación imperante en este periodo de sustitución de importaciones, con el fin de señalar en las conclusiones algunas rupturas y continuidades respecto del periodo objeto de análisis de esta tesis.

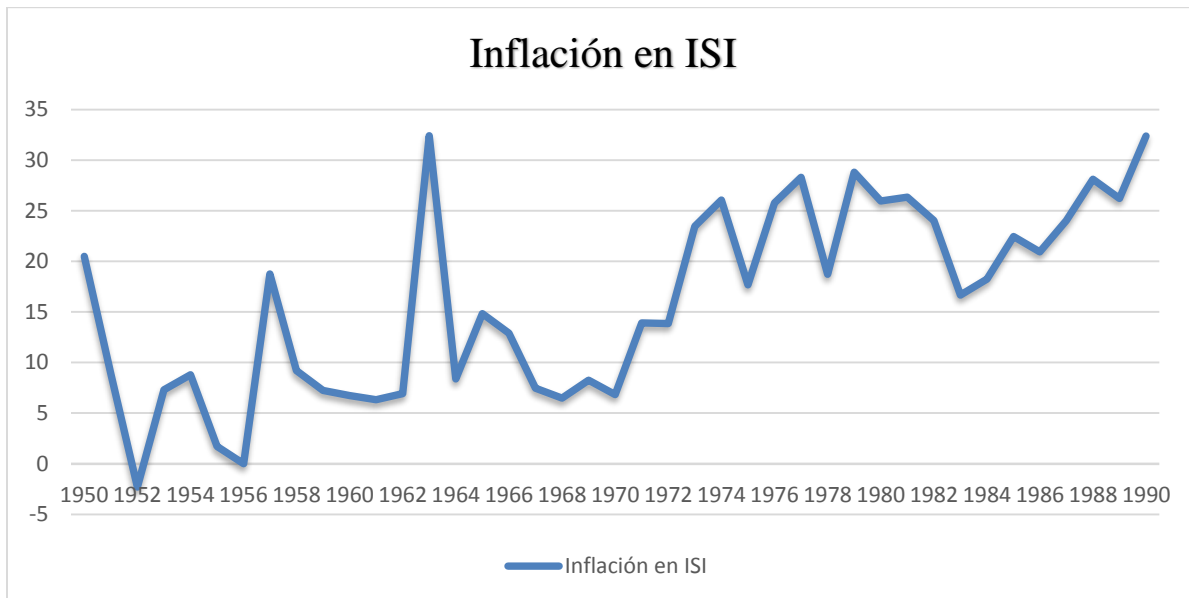
Principales características del régimen de acumulación en el periodo de sustitución de importaciones:

1. Es un periodo caracterizado por la intervención estatal que buscaba crear las condiciones para promover el desarrollo capitalista en el país, en un primer momento el intervencionismo fue fuerte (1951-1972) y posteriormente éste se redujo gradualmente (1973-1991) (Ocampo, 2015 a).

2. Es un periodo en el cual las clases dominantes se unificaron en torno a la burguesía agroexportadora e industrial encabezada por los cafeteros, quienes eran el gremio hegemónico y central dentro de la elite no solo económica, sino social, política y cultural (Misas, 2002).
3. Es un periodo con tasas de inflación moderadas, estables, permanentes y predecibles (Corchuelo, 2001) (Ver gráfico 1).
4. En términos de política económica el periodo se caracteriza por: i. alto proteccionismo, especialmente en el sector manufacturero (1951-1972). ii. conservación del ingreso real de los agroexportadores e industriales y iii. Financiación de la acumulación de capital a través del crédito de fomento subsidiado (tasas de interés bajas e incluso negativas en términos reales) (Misas, 2002).
5. Es un periodo donde el sector financiero reclamaba menor presencia del Estado y denunciaba una supuesta “represión financiera” (Ocampo, 2015b).

De acuerdo a estas características se puede afirmar que las formas institucionales protagonistas del periodo fueron el Estado y la Adhesión a un Régimen Internacional de Comercio. Esta tesis propone en consecuencia ver como formas institucionales subordinadas a la moneda en primera instancia toda vez que se utilizó para buscar la promoción de la industria nacional y la protección del sector agroexportador, y a la relación salarial teniendo en cuenta que la misma nunca se generalizó.

Gráfico 1. La inflación en ISI.



Fuente: elaboración propia en base a Ocampo (2015a) y Meisel (1990).

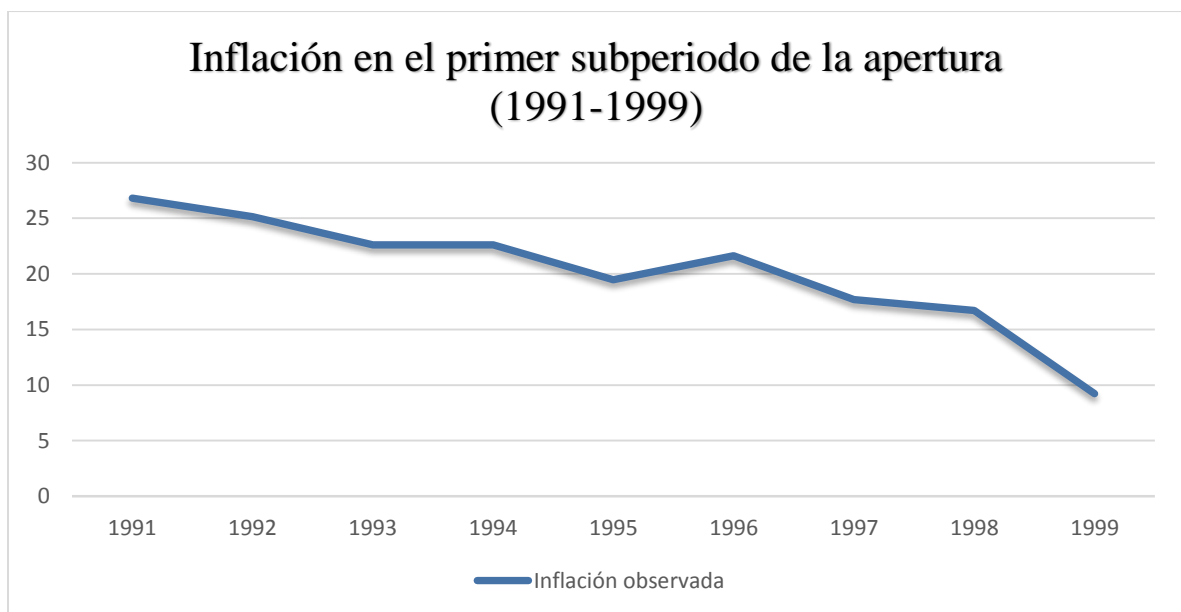
### 4.3 La apertura económica.

El periodo de estudio de esta tesis se dividirá en dos subperiodos, los cuales se diferencian el uno del otro por la técnica monetaria emprendida por el Banco de la Republica, estos subperiodos son los siguientes:

1. **1991-1999:** es un subperiodo caracterizado por una desinflación gradual (Ver gráfico 2) en la economía colombiana, una serie de reformas que se pueden definir genéricamente como aperturistas, un régimen de tasa de cambio en un primer momento flotante intervenido (1991-1993) y en un segundo momento banda cambiaria (1993-1999), y una estrategia monetaria centrada en el control de los agregados monetarios y de la base monetaria.
2. **2000-2015:** es un periodo en el cual la inflación baja y estable se consolida (Ver gráfico 3), es el periodo en el cual se implementa el modelo de Inflación Objetivo por parte del Banco de la Republica; es un periodo donde las autoridades monetarias deciden dejar la tasa de cambio al vaivén del mercado, y es un periodo caracterizado por un fuerte flujo de divisas como producto de la consolidación del sector minero energético como motor de la economía colombiana.

Conviene señalar que se puede considerar a la crisis de fin de siglo como la bisagra entre estos dos periodos, porque como veremos será un punto de inflexión clave en el manejo de la moneda en el país.

Gráfico 2. Inflación en el primer subperiodo de la apertura (1991-1999)



Fuente: elaboración propia en base a datos del banco de la república.

Gráfico 3. Inflación en el segundo subperiodo de la apertura (2000-2015)



Fuente: elaboración propia en base a datos del banco de la república.

#### 4.4 Características generales del periodo de apertura

Lo primero que hay que decir sobre la apertura es que “el tránsito de la sustitución de importaciones hacia la apertura fue un proceso lento, que comenzó en 1974 con la administración López (1974-1978).” (González, 2001, p. 399), ahora bien, las razones concretas por las cuales la apertura, tal como la conocemos, no se presenta en 1974 y si lo hace en 1991 son al menos las siguientes dos: i. la ruptura del acuerdo básico del periodo de ISI, es decir, la caída de la alianza entre el sector agroindustrial exportador y los industriales que no se dio en 1974 y si en 1991 y ii. la consolidación de grandes grupos y conglomerados económicos nacionales. Valga decir aquí, que estos conglomerados de hecho se opusieron a las medidas aperturistas en 1974, al considerar que no se encontraban preparados para competir con el exterior (porque sus inversiones se encontraban en gran medida en el sector de bienes transables), pero una vez preparados y resguardados (porque centraron sus inversiones en el sector no transable) no tuvieron inconveniente en apoyar y hasta liderar la apertura en los años 90’s. De lo dicho hasta aquí, se desprende una conclusión inicial, y es que la apertura debe entenderse como un relevo y un reacomodo hegemónico dentro de las clases dirigentes del país.

En términos de la Teoría de la Regulación, la apertura, es un periodo de grandes transformaciones en las cinco Formas Institucionales: cambia el Estado, cambian las formas de adhesión a un régimen internacional de comercio, cambia la relación salarial, las formas



de competencia, la forma de manejar la moneda, y los objetivos de la autoridad monetaria. No obstante, para efectos de esta tesis nos centraremos en estudiar a profundidad los cambios en las formas de Estado y en la Moneda<sup>27</sup>, las cuales son las formas institucionales protagonistas en el periodo.

Las siguientes cinco, fueron las grandes promesas de la apertura: i. mayor empleo; ii. eliminación de los oligopolios; iii. estabilidad macroeconómica; iv. aumento de la productividad y v. eliminación de los desequilibrios externos. Todos los defensores de la apertura sin excepción, y en cabeza del entonces ministro de hacienda Rudolf Hommes, coincidían en que la apertura traería estos beneficios al país. Es evidente que veintisiete años después de esas promesas, las mismas no se han consumado.

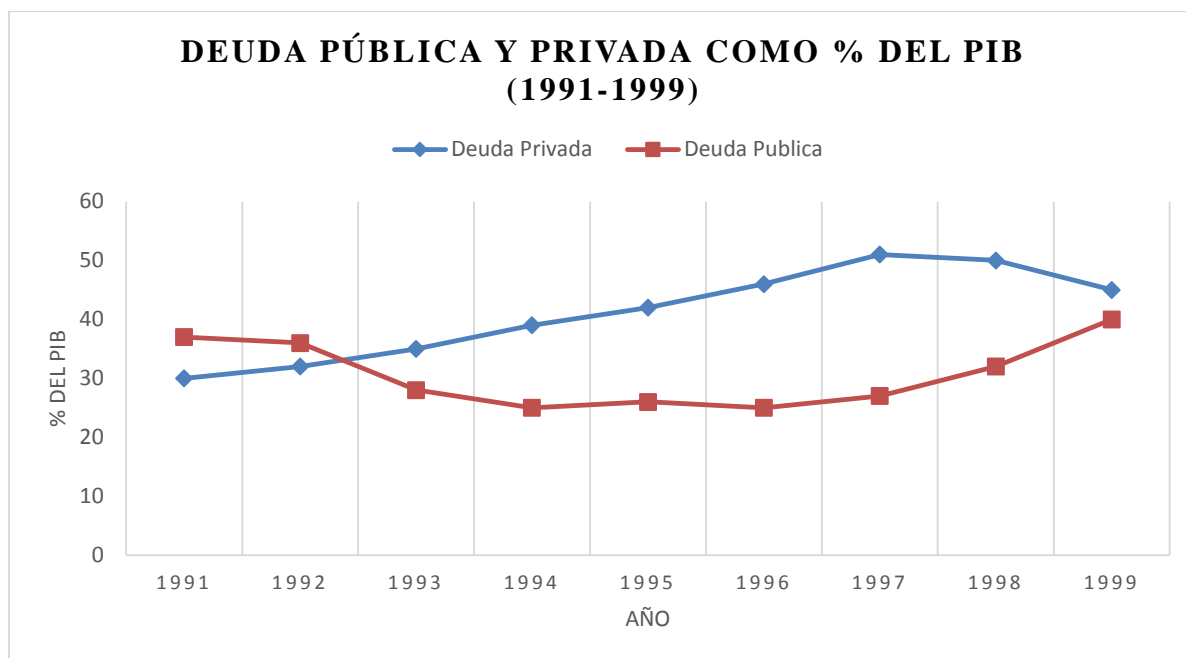
Si se tiene en cuenta la composición del PIB por sectores, se puede identificar fácilmente quienes han ganado y quienes han perdido con el proceso aperturista. Los ganadores han sido los sectores financieros, de hidrocarburos y de construcción, mientras que los sectores que se han visto más afectados son agricultura e industria manufacturera, estos últimos, precisamente los sectores protagonistas del periodo de Sustitución de Importaciones. En otras palabras, han ganado con la apertura, las empresas financieras y las productoras de bienes no transables y han perdido las empresas del sector transable (Ocampo, 2015a).

El periodo aperturista, trae consigo también, un importante aumento de la deuda externa, y en lo fundamental de la deuda externa privada en el primer subperiodo propuesto (Ver gráfico 4), lo anterior es una consecuencia lógica de la apertura de la cuenta de capitales. Así entonces, la deuda externa total pasa de US \$17.335 millones de dólares en 1991 a US \$34.409 millones en 1996, es decir, se duplica en un lapso de tan solo cinco años. Ahora bien, si nos centramos en la composición de esta deuda tenemos que la pública creció modestamente en este lapso de tiempo, mientras que la privada lo hizo exponencialmente. Para ilustrar lo anterior es necesario mencionar que en el año 1991 el monto de la deuda externa privada era de US \$ 2.165 millones de dólares; mientras que en el año 1996 la cifra alcanza los US \$14.722, es decir que se multiplicó casi por siete en el transcurso del mencionado quinquenio (Ocampo, 2015b).

---

<sup>27</sup> Este objetivo, valga decirlo, resulta un tanto complicado al ser la Teoría de la Regulación una apuesta holística y totalizante.

Gráfico 4. Composición de la deuda pública y privada como % de PIB (1991-1999)



Fuente: Ocampo (2015a)

Así las cosas, la mencionada llegada masiva de divisas al país, ha terminado por marcar las pautas y los límites en el manejo de la política macroeconómica colombiana. Solo por citar un ejemplo, la devaluación nominal observada entre 1991 y 1994 (ver gráfico 8) trajo consigo unos niveles de inflación moderados para la economía y ese aumento de la inflación, puede considerarse como una justificación razonable para acelerar la apertura comercial buscando reducir los niveles de inflación, mediante una mayor oferta de bienes importados.

Durante este primer periodo, en vista de la masiva llegada de divisas y la consecuente revaluación real de la tasa de cambio, el Banco de la República realiza considerables operaciones de mercado abierto intentando evitar que se produjera un fenómeno de acumulación de reservas internacionales. Así pues, las OMA pasaron de representar un 28% de la base monetaria a representar con esta masiva intervención más del 70%. Este hecho sugiere que la política monetaria de los primeros años de la apertura (1991-1995) fue de corte expansionista, como hemos mostrado en el capítulo 1, para intentar frenar una revaluación importante del peso colombiano.

Ahora bien, aunque en esta tesis se ha propuesto una periodización centrada en el manejo de la moneda exclusivamente, es necesario presentar someramente los ciclos generales de la economía colombiana durante todo el periodo de estudio, con el fin de que el lector pueda tener claridad sobre ellos, toda vez que en base a esto se presentaran algunas consideraciones importantes. Así las cosas y retomando las conclusiones de Ocampo (2015a) se puede hablar de tres grandes ciclos de la economía colombiana desde la apertura, a saber:

1. 1990-1996, inicia con una importante recesión gracias a una serie de medidas desinflacionistas de la política económica en general, y termina con una leve recuperación gracias a un aumento considerable del gasto público.
2. 1997-2007, inicia con la recesión más grave de toda la historia de la economía colombiana: la llamada crisis de fin de siglo y termina con una recuperación impresionante explicada por el aumento espectacular de los precios de los commodities.
3. 2008-hoy. Inicia con una recesión producto de la crisis del Atlántico norte que a su vez se profundiza con la caída en los precios de los commodities (aún nos encontramos en este ciclo).

Finalmente, de lo dicho hasta el momento, podemos concluir que resultaba inevitable que el país tuviera que acomodarse al proceso de apertura global que trajeron consigo los años 90's. En ese contexto, la apertura se convirtió en un proceso inevitable, no obstante, lo que se puede criticar no es el hecho per se de implementar la apertura -por las razones antes señaladas- sino la forma en que se gestionó ese proceso<sup>28</sup>.

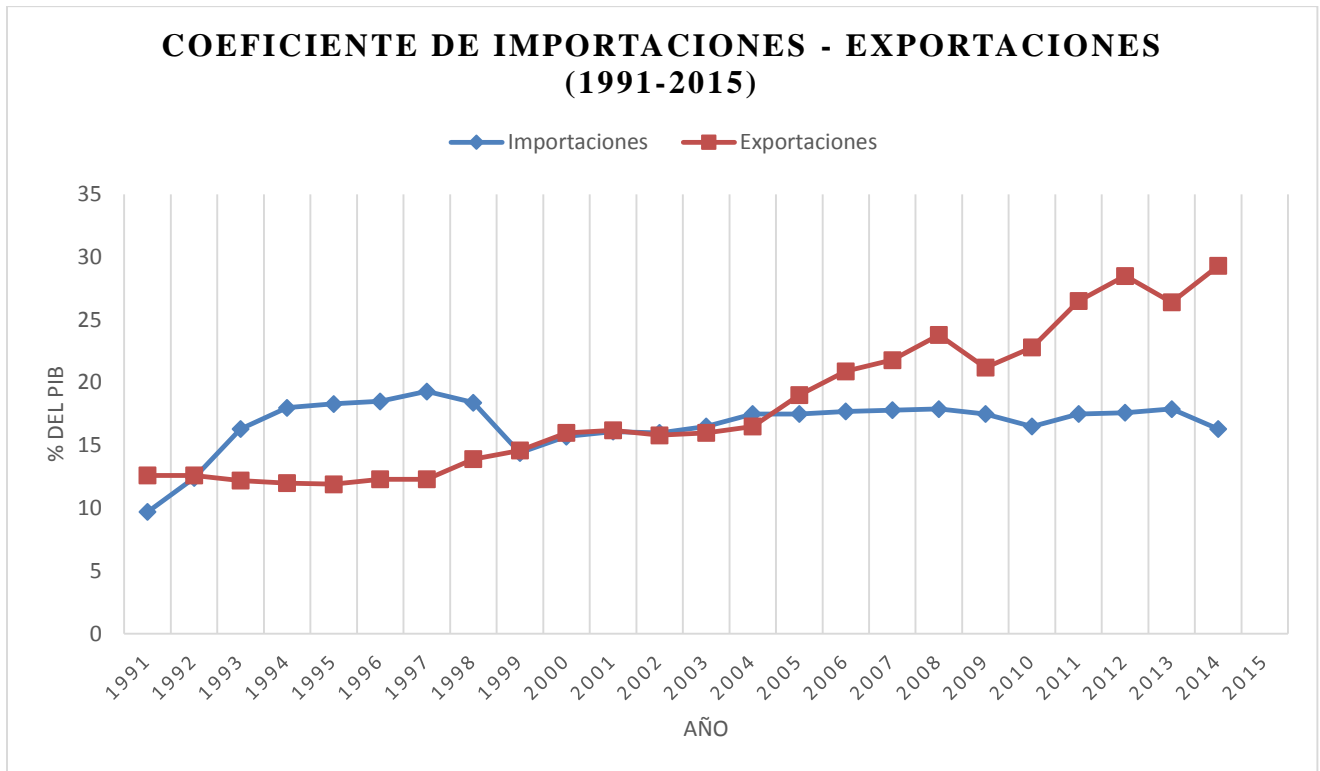
Lejos de considerar que la apertura llevada a cabo durante los noventa ha sido la razón de todos los males de hoy, la forma como se realizó sí constituyó un craso error de política económica. Más aún, fue la más grave equivocación que se cometió durante la década de los noventa. (González, 2001, p. 400).

Esa grave equivocación de la que habla González, (2001) le ha costado al país los siguientes resultados: i. déficit creciente en cuenta corriente (ver gráfico 6); ii. bruscas oscilaciones de la tasa de cambio (ver gráfico 7); iii. altas tasas de interés (ver gráfico 9); iv. aumento importante de la deuda externa (ver gráficos 4 y 11); v. procesos de especulación financiera y vi. aumentos en la asignación de crédito.

---

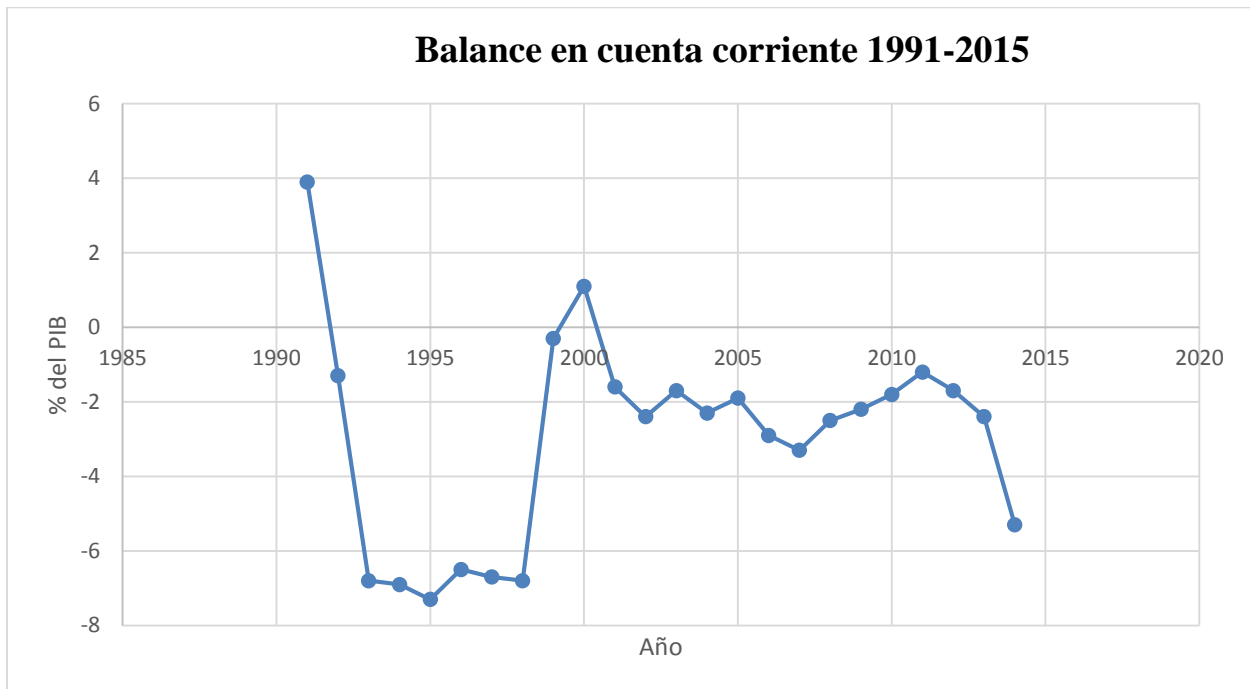
<sup>28</sup> Esta tesis llega a esta conclusión en gran parte gracias al trabajo de Stiglitz (2002), quien realizando un análisis de las consecuencias de la globalización a escala plantearía considera que la globalización en sí misma no fue inconveniente pero la manera como está se implementó y se gestionó si lo fue.

Gráfico 5. Coeficiente de Importaciones - Exportaciones (1991-2015).



Fuente: Elaboración propia en base a Ocampo (2015a).

Gráfico 6. Balance en cuenta corriente (1991-2015).



Fuente: Elaboración propia en base a Ocampo (2015a).

## 4.5 El primer subperiodo de la apertura (1991-1999)

### 4.5.1 Las grandes reformas de la apertura.

La apertura se define concretamente en tres grandes reformas: “el desmonte (matizado) del control de cambios, la eliminación de las normas que limitaban la inversión extranjera directa y la apertura comercial” (Ocampo, 2015a, p.307). Las presiones para lograr una desinflación en los primeros años de la apertura aceleran el proceso de apertura comercial, el cual se había proyectado implementar originalmente de forma gradual, pero terminó implementándose abruptamente<sup>29</sup>. Las tarifas arancelarias pasaron de 35,9% en 1990 a 12% en 1991, la protección efectiva paso de 75% en 1989 a 34% en 1990 y a 21% en 1991.

Lo que podría considerarse inconveniente de lo expuesto en el párrafo anterior, no son per se las cifras, sino el hecho de que el proceso no tuvo la menor consideración con los sectores agropecuario e industrial manufacturero. Esto último ha significado, que el campo colombiano ya no alimenta a los colombianos y que la industria colombiana ya no viste a los colombianos. Esta triste realidad por supuesto no deja de ser paradójica si se tienen en cuenta los supuestos beneficios que iba a traer consigo la apertura. Y sin bien es cierto que ningún país puede vivir autárquicamente también es cierto que estos sectores han reclamado políticas públicas que le permitan al menos competir. En este punto y respecto al sector agrícola no podemos dejar de pensar que un país tan biodiverso, con todos los pisos térmicos y en general con todas las potencialidades agrícolas deba importar alimentos que podrían producirse internamente, en gran parte gracias a que el Estado no ha respondido a las demandas de este sector. Prueba de ello fue el paro agrario del año 2013, donde el líder de los campesinos el ingeniero Cesar Pachón en discurso del 7 de mayo de 2013 en el congreso de la república, denuncia el dumping en el sector y la falta de acción del Estado e inclusive la complicidad de éste con las grandes multinacionales agrícolas. Militante polo (25, 08, 2013). NO IMPORTEN MÁS COMIDA ¡DE POR DIOS! [Archivo de video]. Recuperado de <https://www.youtube.com/watch?v=6FOciTWOdiQ>.

Ahora bien, la promesa de la apertura comercial fue que si se implementaba, las exportaciones aumentarían, sin embargo, esto no sucedió (ver gráfico 5) porque si bien durante el periodo de Sustitución de Importaciones la industria y el agro nacional crecieron, no lo hicieron de acuerdo a los patrones internacionales, y, en consecuencia, la eficiencia de estos sectores en comparación con el concierto internacional se encontraba rezagada, ergo,

---

<sup>29</sup> “en un periodo de año y medio (entre febrero de 1990 y agosto de 1991) se eliminó el control directo a las importaciones y el arancel promedio pasó del 43,7% en 1989 al 11,7% en 1992” (Ocampo, 2015a, p.309.)

era ilusorio competir en el exterior y por este motivo esa promesa no ha podido cumplirse<sup>30</sup>. Con la apertura “la estructura [comercial] siguió siendo en lo esencial la de un país semindustrializado, caracterizada por el predominio de importaciones de bienes intermedios y de capital” (Ocampo, 2015a, p.314).

Frente a lo anterior es interesante señalar, en aras de la justicia, que las exportaciones colombianas lograron diversificarse muy rápidamente desde el año 1984 y que esta diversificación puede considerarse como la estocada final a lo que se ha llamado en la literatura económica, como la dependencia cafetera, que de hecho, caerá definitivamente con el proceso aperturista.

Para ejemplificar lo anterior y de acuerdo a lo expuesto por (Ocampo, 2015a) es bien conocido el hecho de que el café pasó de representar el 60 % de las exportaciones en 1980 a representar el 21,8% en 1990 y tan solo el 3,7% en 2013. Sin embargo, el fin de la dependencia cafetera es una victoria pírrica, si se tiene en cuenta que esta se reemplazó por la dependencia del sector minero-energético, fundamentalmente de petróleo; tanto así, que para 2010 ese sector representaba cerca del 70% de las exportaciones totales del país. Así mismo la explosión en las exportaciones que se puede observar en el grafica 5 a partir del año 2004 es explicada por el aumento de los precios del petróleo y no por el aumento cualitativo y cuantitativo de nuestras exportaciones.

Comparando las cifras del petróleo con las cifras presentadas sobre el café, tenemos que el primero pasó de representar el 25% de las exportaciones en 1980 a representar el 28,8% en 1990 y alcanzó la nada despreciable cifra de 54,4% para el año 2013. En conclusión, es cierto que se han aumentado las exportaciones con la apertura, pero también es cierto que el país se ha convertido en una economía mono exportadora. Vale la pena señalar aquí, que los riesgos de esta transformación son evidentes y de hecho se hacen explícitos en los momentos en que se escriben estas líneas, con un precio del barril de petróleo por debajo de los cincuenta dólares y una tasa de cambio devaluada, que ha empezado por incidir en los índices de inflación, así las cosas cuando empieza a caer el precio del petróleo desde el primer trimestre del año 2014, los efectos inflacionarios empiezan a sentirse en 2015 cuando la esta tasa se ubicó en 6,7% después de 6 años consecutivos en los que los niveles de inflación no sobrepasaron el 4%. (ver gráfico 3).

Por el lado de la apertura cambiaria y financiera tenemos que decir que fue la pionera<sup>31</sup> y además la protagonista entre todas las reformas de la época. Se construyó teniendo como

---

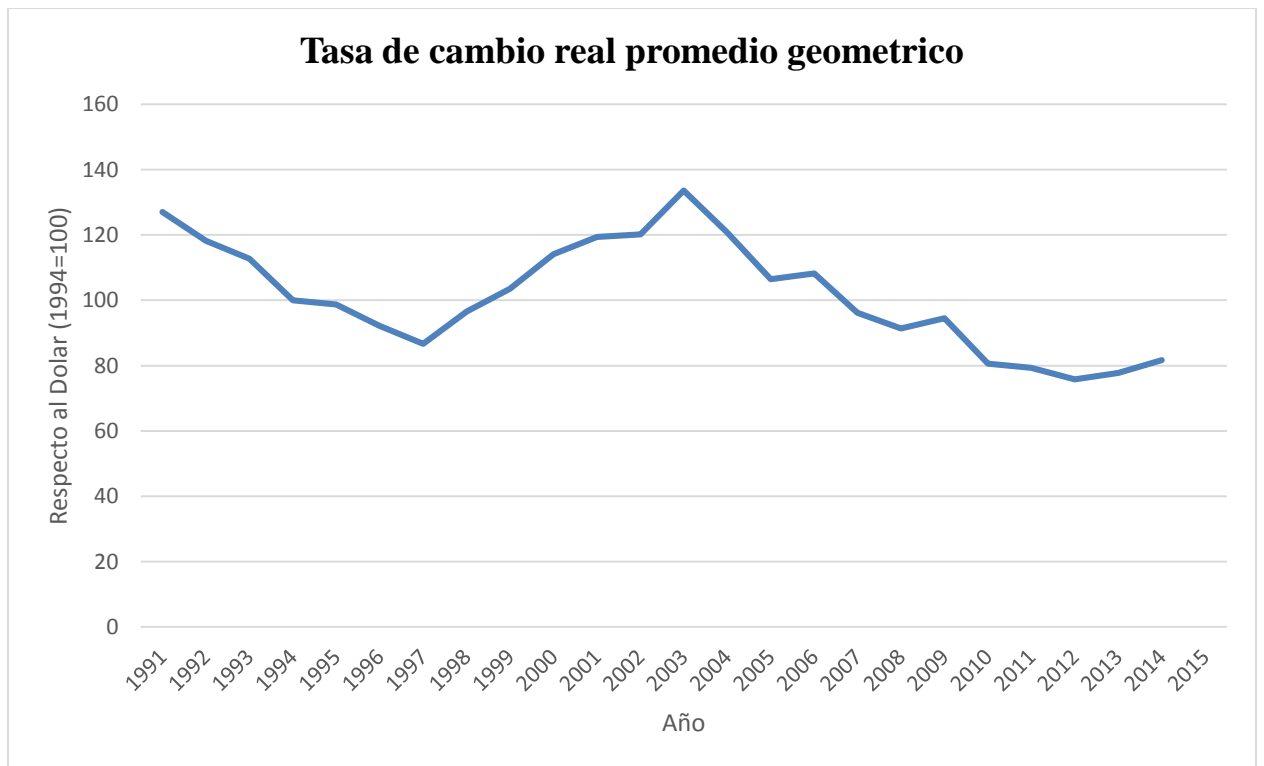
<sup>30</sup> No podemos dejar de pensar que muchas de las promesas de la apertura, entre ellas las del sector externo terminan reflejando una sospechosa inocencia de los policy makers colombianos.

<sup>31</sup> Vale recordar que la ley 9 de 1991, se expide antes de que se promulgará la nueva constitución que en sentido estricto establece toda la arquitectura institucional para implementar la apertura tal como la conocemos, es decir que en términos cronológicos esta es la primera reforma de la apertura.

pedra angular la autorización para que intermediarios financieros nacionales pudiesen realizar transacciones cambiarias sin necesidad de que estas contaran con el visto bueno previo del Banco de la Republica. Como consecuencia de lo anterior, se les otorgó la posibilidad a todos los agentes de la economía de abrir y mantener cuentas bancarias en el exterior. Finalmente, se debe señalar que la inversión extranjera, tanto directa como de portafolio, también se liberalizan como producto de las nuevas condiciones financieras y cambiarias.

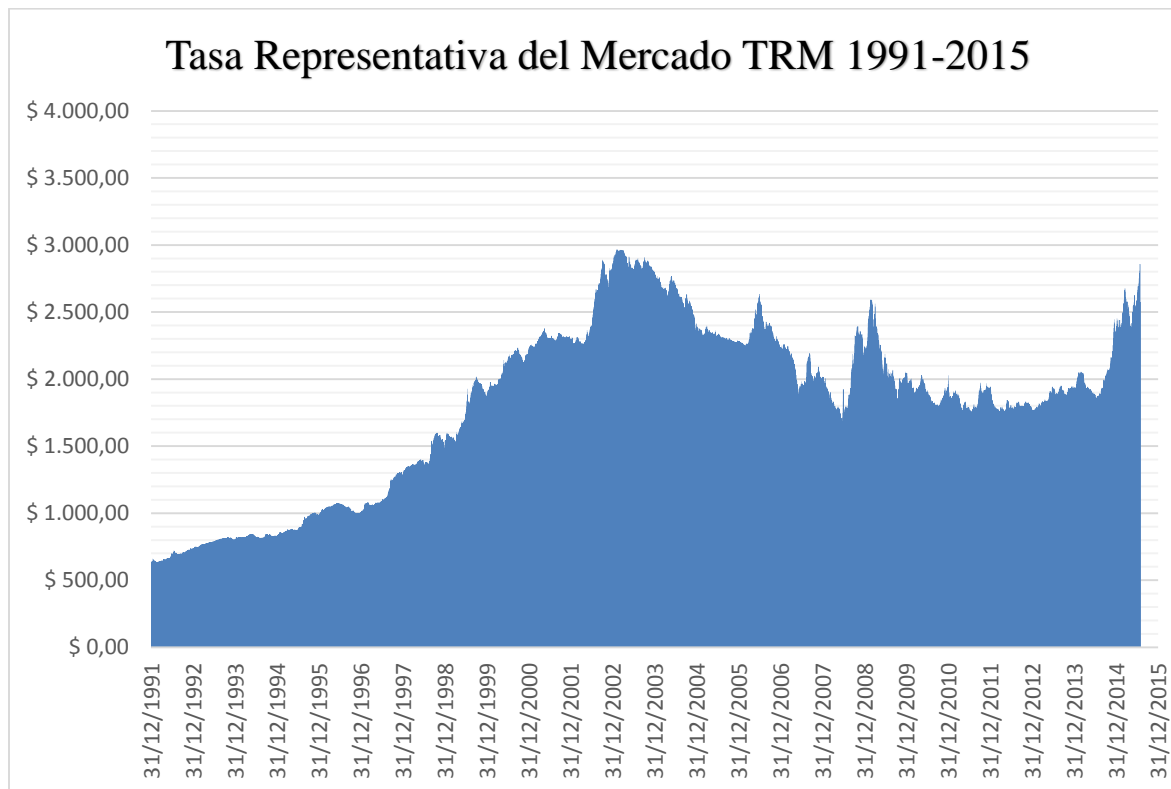
Así entonces, el control de cambios que se había establecido en 1967 desaparece en 1991 y en su lugar llegó la apertura financiera y cambiaria, y, esta llegaría para quedarse. Pero esa apertura trajo consigo un riesgo potencial, que hoy en día empieza a manifestarse y es la probabilidad de que la economía nacional sufra volatilidades indeseadas en tasa de cambio, ya sea porque esta se aprecie o se deprecie, para comprobarlo basta con observar el gráfico 7. Dicho lo anterior, es importante recordar que mientras estuvo vigente el decreto de control de cambios (444 de 1967) el país no sufrió de ninguna devaluación importante, mientras que en este periodo los vaivenes de la tasa de cambio real son importantes, pero vale aclarar que podrían haber sido desastrosos sin la intervención del Banco de la Republica, especialmente en el periodo 1991-1995.

Gráfico 7. Tasa de cambio real (1991-2015).



Fuente: Elaboración propia en base a Ocampo (2015a).

Gráfico 8. Comportamiento de la TRM en el periodo de apertura.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BR.

Retomando, el argumento del párrafo anterior, tenemos que el principal problema de la liberalización cambiaria y financiera es que “sometió a la economía colombiana a ciclos financieros agudos, un fenómeno que el país no había experimentado desde los años veinte y comienzos de los treinta” (Ocampo, 2015a, p.326). Valga recordar, que hasta antes de la apertura, el ciclo económico colombiano, había sido determinado fundamentalmente por las variaciones del precio del café. Sin embargo, desde la apertura esos ciclos son determinados por los niveles de endeudamiento tanto interno como externo y por los vaivenes de los precios del petróleo y de la tasa de cambio. Lo anterior significa que el país es más vulnerable que en el pasado a los “shocks” de la economía internacional y en lo fundamental del sector financiero global.

Ahora bien, si realizamos un zoom en la liberalización financiera, podemos decir que su implementación (la cual estuvo a cargo del gobierno Gaviria) se resume en cuatro medidas concretas: i. simplificación del crédito dirigido (léase cuasi eliminación del crédito de



fomento)<sup>32</sup> reorganizado en 5 entidades con funciones de redescuento: Bancoldex<sup>33</sup>, Finagro<sup>34</sup>, IFI<sup>35</sup>, Findeter<sup>36</sup> y FEN<sup>37</sup>; ii. cambios en el sistema cambiario producto de la ley 9 de 1991, que sustituyó el control de cambios (decreto 444 de 1967) y la cual creó un mercado libre y uno regulado de divisas, que eliminó el monopolio del Banco de la Republica en la realización de transacciones en el mercado cambiario; iii. tránsito a un esquema de multibanca, como consecuencia obvia del abandonó del crédito dirigido y iv. reducción considerable en los requisitos de encaje.

La liberalización financiera, obviamente se acompañó de una reforma financiera que junto a las cuatro medidas mencionadas, se puede caracterizar por los siguientes dos elementos: i. la búsqueda de una mayor competencia en el sector financiero por medio de la ley 45 de 1990<sup>38</sup> que “organizó los intermediarios especializados en un esquema de matrices y filiales que facilitó la competencia y la conformación explícita de grupos financieros de servicios múltiples” (Ocampo, 2015a, p.324). De la misma manera se incentivó mayor competencia en el sector con la creación de las Asociaciones de Fondos de Pensiones y las fiducias; y ii. la redefinición del papel de las entidades estatales en el sector, mediante privatizaciones y liquidaciones de importantes entidades públicas en el sector financiero, lo que constituye una transferencia a particulares por medio de la enajenación de entidades del Estado.

Con el ánimo de resumir y concretar lo dicho hasta aquí en términos de liberalización y reforma financiera, diremos que las consecuencias de este proceso para el país se centran en los siguientes puntos: i. un esquema de multibanca<sup>39</sup>; ii. una privatización de entidades oficiales de carácter crediticio; iii. una disminución importante de los requisitos legales de encaje<sup>40</sup> y iv. la desaparición de la banca de fomento.

El problema en este punto es que la liberalización financiera en términos prácticos le impone grandes restricciones a la autoridad monetaria para controlar el crédito. Según lo ha mostrado Misas (2002), mientras el crecimiento del PIB en el periodo 1990-1998 fue de

---

<sup>32</sup> Decimos cuasi eliminación, porque no se desmontaron las inversiones en el sector agropecuario ni en Vivienda de Interés Social VIS.

<sup>33</sup> Para temas referentes a comercio exterior.

<sup>34</sup> Para el sector agropecuario.

<sup>35</sup> Dirigido fundamentalmente al sector industrial.

<sup>36</sup> Se ocupa de financiamiento territorial en el marco de la descentralización administrativa establecida por la carta política de 1991.

<sup>37</sup> Para el sector energético.

<sup>38</sup> Claramente esta ley busco operacionalizar el esquema multibanca.

<sup>39</sup> El cual nació con la expectativa de generar procesos de competencia en el sector, no obstante, el resultado ha sido el opuesto, toda vez que el sector se ha oligopolizado.

<sup>40</sup> Lo que explica, entre otros factores, el importante aumento del crédito otorgado.

3,7% en promedio, el crecimiento del crédito alcanzó una cifra de 8% en promedio, así entonces

Cuando, de manera sistemática, la tasa de crecimiento del crédito es mayor que la del producto, nos encontramos con una inflación de crédito: aumenta el precio de los activos, se produce un efecto riqueza que estimula el crecimiento del consumo, cae la tasa de ahorro y se sientan las bases de un endeudamiento inestable (Misas, 2002, P. 154).

De hecho, gracias a este proceso sumado a factores internacionales que tendremos la oportunidad de exponer posteriormente, es que empieza a cocinarse la crisis de fin de siglo.

Dicho todo lo anterior podemos sostener que las grandes reformas de la apertura aquí mencionadas (cambiaria, financiera y comercial), han dejado como legado al país la emergencia y reorganización<sup>41</sup> de grandes conglomerados económicos, volcados hacia el sector financiero y con grandes inversiones en los sectores de bienes no transables. (Misas, 2002).

De la misma manera

Es claro que la apertura en Colombia no logró transformar las relaciones internas de la economía, en el sentido de inducir cambios en las normas de producción, de lograr una mejor articulación al mercado internacional y al mismo tiempo conservar el dominio sobre el mercado interno (Misas, 2002, P. 295)

En otros términos, estas reformas pueden entenderse como los cimientos sobre los cuales empezaría a construirse un proceso de concentración del capital financiero (Villabona, 2015) como industrial, producto de la competencia intercapitalista que hoy en día es evidente en el primer caso.

#### **4.5.2 Los cambios en las formas de Estado.**

El gran cambio en las formas de Estado se encuentra dado por la Constitución Política de 1991, que reemplazó la constitución de 1886, reformada en 1910, 1936 y 1968<sup>42</sup>. Retomando a Lassalle (2013) podemos decir que una constitución política en sentido general es la sumatoria y por ende la representación de los factores reales de poder al interior de una sociedad. Esto es importante porque la Constitución Política de Colombia puede

---

<sup>41</sup> Nos referimos a reorganización, porque la formación de Conglomerados Económicos se da en el país desde finales de los años 70s' (Misas, 2002).

<sup>42</sup> La constitución política de 1886, tuvo en sentido estricto muchas más reformas durante sus 105 años de vida, algunos historiadores del derecho hablan de al menos 70 reformas, sin embargo, las tres reformas aquí mencionadas se consideran como las reformas fundamentales de esta carta.

interpretarse como un “monstruo de dos cabezas”<sup>43</sup> en el entendido de que refleja unas ideas de corte socialdemócrata (cabeza A) y unas ideas de inspiración neoliberal (cabeza B)<sup>44</sup>.

Las ideas de corte socialdemócrata se encuentran reflejadas en primera instancia en el artículo 1 de la carta política donde se establece que Colombia es un Estado Social de Derecho<sup>45</sup> y en el *Título II De los Derechos, las Garantías y los Deberes*, capítulo 1 de los derechos fundamentales, artículos 11 a 41; capítulo 2 de los derechos sociales, económicos y culturales, artículos 42 a 77; capítulo 3 de los derechos colectivos y del ambiente, artículos 78 a 82; capítulo 4 de la protección y aplicación de los derechos, artículos 83 a 94 y capítulo 5 de los deberes obligaciones, artículo 95.

Por su parte las ideas de inspiración neoliberal se encuentran reflejadas en el *Título XII, del Régimen Económico y de la Hacienda Pública*, capítulos 1 al 6, pero en lo fundamental el capítulo 6 De la Banca Pública, artículos 371, 372 y 373. Estas disposiciones normativas introducen los principios de eficiencia, eficacia y competencia en las relaciones económicas y además se establece que el Banco Central del país cuenta con autonomía administrativa, patrimonial y técnica y que su objetivo primordial es velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda.

La constitución ordenó al congreso expedir las leyes que regularan la actividad del Banco de la Republica y el congreso de la republica acató ésta disposición, expidiendo las leyes 31 de 1992 y 546 de 1999 en las cuales, y en consonancia con lo estipulado en la norma superior, se define que el Banco de la Republica es la autoridad encargada de diseñar y ejecutar toda la política pública monetaria y no simplemente el ejecutor de las políticas diseñadas por otras instancias como el congreso, la presidencia de la república o los ministerios. Así mismo se definió que el Banco de la Republica no puede fungir como financiador del Estado, vale anotar a propósito que desde 1991, el Banco de la Republica no ha financiado nunca a ningún gobierno, ya que en la práctica es bien difícil que esto suceda porque para ello debe haber unanimidad entre los siete miembros de su Junta Directiva.

---

<sup>43</sup> La analogía del monstruo de varias cabezas, se escuchó originalmente al ahora director del Departamento de Ciencia Política de la Universidad Nacional de Colombia, el profesor Carlos Medina Gallego, sin embargo, se desconoce si la analogía pudo haber sido formulada originalmente por otra persona.

<sup>44</sup> En su momento la constitución fue interpretada, también por Medina Gallego, bajo esta idea, como un monstruo de tres cabezas, ya que junto a la socialdemócrata y la neoliberal se encontraba una cabeza controlada por los poderes del narcotráfico. No obstante, esta idea, puede desecharse cuando se constituye el acto legislativo 01 de 1997 por el cual se modificó el artículo 35 de la carta política que prohibía la extradición de nacionales

<sup>45</sup> Un Estado Social de Derecho, es una unidad política en la cual el Estado se encarga de garantizar no solamente los clásicos derechos de primera generación (políticos y civiles) sino también los llamados DESC (Derechos económicos, sociales y culturales) que son en sentido estricto derechos de prestaciones a cargo del Estado. Aquí vale la pena recordar la frase del profesor Therét, quien señala que un derecho reconocido a un ciudadano en el orden jurídico representa una deuda del Estado hacia ese ciudadano.

Ahora bien, el punto controversial de toda la cabeza neoliberal a la que aquí nos hemos referido es la autonomía del Banco de la República. Respecto a este tema, se han dado interesantes debates en el mundo académico nacional. Como producto de esas controversias, podemos señalar que se pueden manejar al menos, las siguientes dos interpretaciones: i. la política monetaria debe subordinarse a la política económica general y ii. la política monetaria y su responsable gozan de una autonomía intermedia o relativa que les permite no subordinarse a la política económica general siempre y cuando no entre en conflicto con esta última.

Por su puesto que la segunda interpretación resulta siendo la más coherente con la práctica de la autoridad monetaria, y de hecho, así lo ha entendido la misma corte constitucional quien en sentencia C-481/99 determinó que “el manejo monetario, crediticio y cambiario debe realizarse en el marco de la reglamentación legal de las normas constitucionales y en coordinación con la política económica general que determina el Gobierno nacional” (Corte Constitucional, C-481, 1999)

Esas disposiciones constitucionales a las que nos hemos referido con anterioridad, han resultado siendo problemáticas por su evidente antagonismo. Así las cosas, se pueden identificar al menos dos contradicciones o tensiones generadas por este “monstruo de dos cabezas”, la primera es el divorcio entre el Estado social de Derecho (Cabeza A) y la Política Económica (Cabeza B) y la segunda que se desprende de la primera, es el planteamiento de una reducción importante en el tamaño del Estado (Cabeza B) acompañado de un necesario aumento del gasto público para garantizar esos derechos consagrados<sup>46</sup> (Cabeza A). En conclusión, la Cabeza A reclama más Estado y la Cabeza B menos Estado; esa divergencia muestra la ausencia de un consenso nacional sobre el modelo de desarrollo a seguir durante el periodo de estudio.

Hasta aquí se han enunciado los grandes cambios que sufrió el Estado colombiano. No obstante, y retomando a Kalmanovitz (2001), podemos decir que algo no cambió en las formas de Estado y es que el Estado Colombiano no ha dejado de ser considerado como un botín el cual es susceptible de ser repartido entre las fuerzas políticas que se hacen a su control. “Frecuentemente sectores privilegiados han considerado al Estado como de su propiedad particular” (Kalmanovitz, 2001, p.45), es decir, que las Formas de Estado no han respondido históricamente a objetivos verdaderamente nacionales, sino solamente a

---

<sup>46</sup> Ese aumento del gasto público ha obligado a los sucesivos gobiernos a buscar nuevas fuentes de financiamiento. Necesidad que se ha visto reflejada en once (11) reformas tributarias desde la apertura hasta hoy (1990, 1992, 1995, 1998, 2000, 2003, 2006, 2010, 2012, 2014 y 2016).

intereses particulares de las fracciones dominantes al interior de las mismas clases hegemónicas<sup>47</sup>.

### 4.5.3 Los cambios en la moneda.

Esta tesis propuso que en el periodo de sustitución de importaciones la moneda estuvo subordinada, y de la misma manera propone que en el periodo de apertura ella cobra una independencia relativa y que su manejo se convierte en un fin en sí mismo. En otras palabras, lo que se propone es que, con la apertura, la moneda deja de ser una forma institucional subordinada para convertirse en una forma institucional protagónica. La moneda como forma institucional se entiende en el contexto nacional primero como norma jurídica en el mencionado capítulo VI constitucional, segundo su manejo responde a las lógicas de un acuerdo privado entre las clases hegemónicas y tercero es entendida y asumida por los colombianos como un sistema de valores, en el entendido de que la confianza metódica del peso colombiano y de su manejo es fuerte. Esta forma institucional opera en todos los niveles de posibilidad planteados por la Teoría de la Regulación (ver sección 3.5.3). Lo anterior es lo que da cuenta de su protagonismo en la época actual y la base sobre la cual se formula la hipótesis de la moneda como forma institucional protagónica.

Teniendo en cuenta la hipótesis planteada con anterioridad, puede argumentarse que el relevo al interior de las clases dominantes propio del periodo de apertura, debe leerse como una derrota de los cafeteros y de todo el sector agroindustrial exportador y como una gran victoria de los intereses del capital financiero, en particular, de los rentistas y banqueros nacionales quienes lograron que la moneda dejara de ser subordinada y se convirtiera en protagonista, respondiendo a sus intereses y favoreciendo sus inversiones. No podría explicarse de otro modo el importante descenso de las tasas de inflación en el país y la lucha frontal contra este fenómeno, toda vez que con el proceso inflacionario pierden en lo fundamental: los rentistas, los banqueros y todos aquellos que tienen algún tipo de ahorro financiero o negocios en el sector financiero<sup>48</sup>.

De lo anterior se desprende una primera conclusión respecto al manejo de la moneda y es la siguiente: la política monetaria termina definiendo el valor real de las deudas, en ese orden de ideas no puede ser neutral, porque en sentido estricto, con un diseño en particular de la misma, terminan beneficiándose o acreedores o deudores. Dicho esto, es claro que la técnica monetaria puede ser eso: técnica; pero sus objetivos jamás entraran en el mundo de lo

---

<sup>47</sup> Esta característica data de largo tiempo, para solo citar un ejemplo recordemos que esa misma conclusión arrojó el informe Le Bret de 1958

<sup>48</sup> Por supuesto también pierden los trabajadores que no pueden indexar su salario, es decir, los trabajadores del sector informal. Así entonces, la inflación desde luego también es enemiga de los sectores más vulnerables de la sociedad, pero lo es más de los sectores más acaudalados y con inversiones financieras.

técnico, porque son eminentemente políticos, en el sentido en que responden a los intereses de las clases en el poder y en términos generales responden a relaciones de poder, las cuales por definición son asimétricas.

Con el fin de ejemplificar lo anterior retomemos el planteamiento de Miguel Urrutia al respecto, él señala:

Inflaciones entre 22% y 30% anual y cierta volatilidad en sus niveles limitaron el desarrollo del mercado de capitales. Los créditos subsidiados de largo plazo del Banco Central, unidos a las altas inflaciones, desestimularon la captación de ahorro de largo plazo y la profundización del mercado de capitales. Los altos encajes bancarios tampoco estimularon la intermediación financiera y estos, más las inversiones forzosas, evitaron que las tasas de interés sirvieran para la asignación de recursos. (Urrutia, 2002, p.6).

De lo anterior se concluye que la inflación moderada e inercial propia del periodo de Sustitución de Importaciones, no favorecía el desarrollo del sector financiero, a la manera del sector financiero<sup>49</sup>, por eso fue necesario un nuevo rumbo en la política monetaria. De hecho, desde que se implementa Inflación Objetivo se observa una correlación con mejoras en los índices de profundización financiera (Ocampo, 2015b).

Ahora bien, el cambio más importante en cuanto al manejo de la moneda, ya lo hemos enunciado y es la declaración constitucional de la autonomía del Banco de la Republica. Sobre ese punto no nos detendremos, bajo el entendido de que fue problematizado en el apartado a propósito de las formas de Estado. No obstante, hay que agregar a lo ya dicho, que todo esto tiene un contexto internacional, global y académico, en el cual las ideas monetaristas terminaron imponiéndose. Se negó la relación entre inflación y crecimiento y por ende se justificó que la autoridad monetaria se concentrará tan solo en garantizar la estabilidad de precios.

Cukierman, Webb & Negapli (1992) argumentan que el objetivo estabilidad de precios se alcanza más fácilmente si la autoridad monetaria es independiente del gobierno. En consecuencia “los nuevos fundamentos de la política macro-monetaria fueron acompañados por nuevos desarrollos en el marco reglamentario del sector financiero (política micro monetaria)” (Misas, 2002, P. 142).

Así las cosas, el renovado Banco de la Republica en 1991, debutó realizando una importante contracción de M1; sin embargo, rápidamente (en 1992) la situación se invierte y tenemos

---

<sup>49</sup> Lo que aquí se denomina la “manera del sector financiero” indica un proceso de desarrollo en el cual este sector es el protagonista y sus intereses son los hegemónicos de acuerdo al concepto de hegemonía aquí expuesto.

una rápida expansión de los agregados monetarios y una reducción importante de las tasas de interés (ver gráfico 9), que no generaron inflación gracias a los ya mencionados crecientes niveles de importaciones.

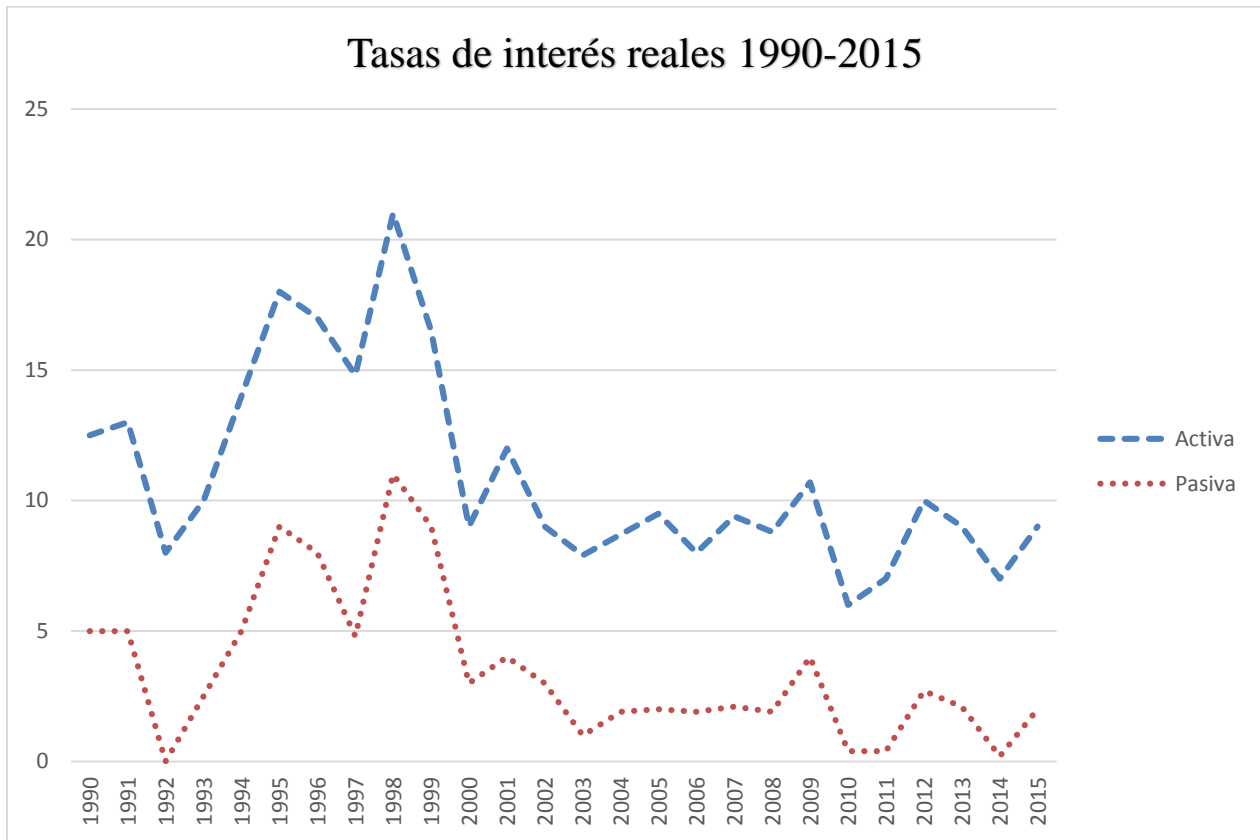
Vale la pena aclarar que, durante estos primeros años de la apertura, el instrumento de política monetaria no era el manejo de la tasa de interés sino el control de los agregados monetarios por medio de OMAS y encajes, esto porque

La Junta [del Banco de la República] no podía utilizar las tasas de interés como herramienta de la política monetaria en un régimen en que la meta intermedia era un agregado monetario, pues la tasa de interés la determinaba la oferta y demanda monetaria, y los cupos de redescuento a diferentes tasas fijas. Por otra parte, el mercado monetario era poco profundo y subdesarrollado y la transmisión de cambios en las tasas de interés del Banco Central a la economía real era muy parcial (Urrutia, 2002, p.6).

Entre 1992-1994 el Banco de la República aplicó una política monetaria pro-cíclica de carácter expansionista mediante constantes intervenciones con Operaciones de Mercado Abierto (OMA), pero esto cambiaria a partir de 1994, cuando la junta directiva del Banco de la República realiza un importante giro en su política en el siguiente sentido: “incrementa radicalmente las tasas de interés, contrae el crecimiento de los agregados monetarios y frena el crecimiento de la cartera. Se pasa de una tasa real promedio de interés de 1%, en el bienio 1992/93, a 7,1% en el periodo 1994/97” (Misas, 2002, P. 144) (ver gráfico 9).

Valga decir que ese aumento de las tasas de interés tendría que ser pagado por muchos colombianos, pocos años después, con la pérdida de sus viviendas, gracias al consecuente aumento de los intereses de sus créditos hipotecarios. Sin embargo, este incremento en la tasa de interés también puede interpretarse como la opción menos perjudicial para la economía nacional en aquella coyuntura. Kalmanovitz (1999) argumenta a favor de esta última interpretación, que la defensa de la tasa de cambio buscaba evitar que el país entrara en Default, y además logró que el Banco de la Republica fuera ganando confianza y credibilidad especialmente ante los actores internacionales. Así entonces, de no optar por defender la banda con el consecuente aumento de tasas de interés, es probable que el país hubiera tenido que realizar ajustes macroeconómicos más fuertes que el vivido.

Gráfico 9. Tasas de interés reales en la apertura.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BR.

#### 4.6 La crisis de fin de siglo: la bisagra en el manejo de la política monetaria.

Como fue la constante durante las otras dos crisis del siglo XX, la crisis de fin de siglo se gestó con un auge de divisas producto de la apertura financiera y cambiaria que ya hemos tenido oportunidad de presentar. De igual forma, en el año 1998 se presentan dos hechos globales (los cuales se presentan a continuación en el apartado 4.6.1) que, junto al aumento del crédito interno ya expuesto, llevarían a la economía colombiana a su crisis más fuerte hasta la fecha. Así las cosas, en opinión de Ocampo, (2015a) la crisis de fin de siglo puede ser interpretada como producto de la combinación de las fuerzas de liberalización financiera internas, junto a grandes fluctuaciones del financiamiento externo.



### 4.6.1 Contexto y desarrollo de la crisis, factores nacionales e internacionales.

En el contexto internacional tenemos un deterioro importante de los términos de intercambio producto de la crisis del sudeste asiático<sup>50</sup>, el segundo factor es la declaratoria de cesación de pagos de deuda externa por parte de Rusia<sup>51</sup>. Estos dos hechos generaron pánico en los mercados internacionales, el cual terminó reflejándose en las primas de riesgo y las tasas de interés que se cobran a los países del mundo: entre mayo y septiembre de 1998 la tasa de interés de los mercados internacionales aumentó en 700 puntos básicos, lo que a la postre se vio reflejado en una profunda contracción de la demanda agregada colombiana: “el peso y la responsabilidad de este ajuste recayó enteramente sobre el sector privado, que cortó en forma dramática las importaciones, las cuales cayeron por la contracción de la demanda y por la devaluación.” (Caballero y Urrutia, 2006, p. 133).

La cara visible de la crisis fue la brusca devaluación de la moneda nacional<sup>52</sup> (Ver gráfico 7) la cual, en opinión de Caballero y Urrutia “se originó en el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, en la reversión de los flujos de capital y en el encarecimiento del endeudamiento externo. Estos factores tenían que conducir forzosamente, a un incremento de las tasas internas de interés” (Ídem) (ver gráfico 9)

Este aumento de las tasas de interés del mercado interno tuvo que ser asumido por miles de familias colombianas que de un momento a otro debieron observar cómo se desmoronaban los sueños que estaban construyendo desde hacía muchos años, debido a que el valor de sus deudas aumentaba increíblemente y en consecuencia a que era imposible pagar sus obligaciones financieras bajo esas condiciones<sup>53</sup>.

Banco de la Republica (1999) ha insistido en sus análisis, que la crisis empieza a gestarse aproximadamente en el año 1993, momento en el cual la cartera del sector financiero empieza a aumentar de forma importante<sup>54</sup> siendo protagonista en este proceso la cartera hipotecaria. Lo anterior llevo a lo que se conoce en la literatura especializada como una “burbuja especulativa” toda vez que según el mismo Banco de la Republica (1999) el precio

---

<sup>50</sup> La crisis del sudeste asiático se inicia con una fuerte devaluación de la moneda tailandesa a las que se unirían posteriormente entre otras las monedas de Malasia, Indonesia y Corea del Sur. La crisis pondría fin al llamado milagro asiático de los 90's.

<sup>51</sup> Aunque la literatura respecto a estos dos hechos es abúndate e interesante, para los fines de esta tesis basta con tan solo mencionar los hechos

<sup>52</sup> Hemos tenido oportunidad de concluir que mientras el decreto 444 de 1963 estuvo vigente el país no sufrió una brusca devaluación de su moneda, pero que esto cambiaría con la nueva constitución y justamente este episodio ejemplifica a la perfección esta conclusión.

<sup>53</sup> Echeverri (1999) citado en Misas (2002) calcula que los colombianos pasaron de dedicar el 10% de sus ingresos para pago de deudas en 1991 a dedicar cerca del 60% de sus ingresos para este mismo fin en 1999.

<sup>54</sup> Para este año el aumento de la cartera global del sistema financiero es de 24,4% respecto a 1992.

de la vivienda en el país aumentó en promedio un 45,2% mientras que el IPC lo hizo en un 22,6%, en consecuencia, el divorcio entre el sector financiero y el sector real era evidente e insostenible. Ahora bien, el Banco de la República ha concluido que al no ser sostenible el crecimiento de los activos respecto al crecimiento de la actividad real en la economía, esto “llevaría a un deterioro de la cartera del sistema financiero, al desinflarse el valor de las garantías de los préstamos” (Banco de la República, 1999, p.5).

En el caso concreto del sector hipotecario la lógica que se vivió fue la siguiente: las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV), facultadas para proveer crédito en el sector inmobiliario específicamente, empezaron a trasladar ese aumento de las tasas de interés internacionales de las que hablamos al inicio de este apartado, a sus clientes en el país, es decir, que se genera, en sentido estricto, un riesgo de impago, que se concretaría pocos años después.

No obstante, vale decir que lo anterior no era para nada irracional, al contrario, era una apuesta muy racional ya que tanto prestamistas como prestatarios observaban que en un contexto de fuerte valorización de los activos del sector construcción, los prestatarios no tendrían muchos inconvenientes en pagar sus deudas, así las cosas, los clientes terminaron aceptando las condiciones que les imponían las CAV, esos créditos contaban con “tasas de interés de corrección monetaria más 18% y 20%. La tasa de interés promedio aumentó de 33,5% en 1992 a 43,7% en 1996”. (Banco de la Republica, 1999, p.5.)

Pocos años después los precios de los activos descenderían considerablemente y el escenario más pesimista y en apariencia poco probable sucedió. Asistimos a una caída generalizada en los índices de las bolsas de valores importantes del país (Bogotá, Medellín y Cali) y de los precios de la vivienda los cuales de acuerdo a Banco de la Republica (1999) entre enero de 1995 y marzo de 1999 descienden un 29% en Medellín y un 43% en Cali.

Pero otro factor terminaría siendo fundamental en esta crisis de fin de siglo y es el ataque contra el peso colombiano en el mes de septiembre de 1998. Para esta fecha el país sufrió un ataque cambiario el cual explica la posterior liberalización de la tasa de cambio: la banda cambiaria se elimina definitivamente el 25 de septiembre de 1999. El anterior es un hecho de suma importancia para los objetivos de esta tesis y es que este cambio en el manejo de la política cambiaria -que de hecho se presenta en el marco de los acuerdos que el país se encontraba negociando en aquel entonces con el Fondo Monetario Internacional<sup>55</sup>- representa el inicio del tránsito del país hacia el modelo de Inflación Objetivo, toda vez que de acuerdo al trilema de imposibilidad de Mundell, expuesto en el capítulo 1, la libre

---

<sup>55</sup> No es nuestra intención señalar que esa medida haya sido “impuesta” por el FMI, tan solo el ánimo es denotar esa curiosidad histórica.

movilidad de capitales se constituye en piedra angular del manejo monetario en un esquema de objetivos de inflación.

Dicho lo anterior, vale la pena preguntarse: ¿Cómo se desarrolla la especulación contra el peso en 1998? La unidad de análisis macroeconómico del DNP lo ha explicado de la siguiente manera: “La banca privada, aprovechando la coyuntura que llevó a la tasa de cambio a pegarse al techo de la banda, empezó a autorizar sus recursos para comprar dólares y de esta forma especular atacando la banda” (DNP, 1998 citado en misas, 2002, p.156).

La moneda nacional fue atacada con el fin de llevar a su paroxismo el proceso de devaluación en el que se encontraba<sup>56</sup>, para hacerla abandonar el techo de la banda cambiaria<sup>57</sup> y de facto obligar a su abandono, esta práctica resulta coincidencial y curiosa, toda vez que la economía ortodoxa, junto con el capital internacional han señalado hasta la saciedad, la inconveniencia de no dejar actuar a las fuerzas del mercado en la determinación de la tasa de cambio, justamente porque esto facilita los ataques especulativos. De la misma manera la teoría de la Inflación Objetivo esgrime ese mismo argumento para justificar una tasa de cambio de libre flotación.

Ahora bien, retomando el ataque contra la moneda nacional es necesario señalar que

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 (Ocampo, Malagón, & Betancur, 2015, p.12).

La autoridad monetaria, intentando defender la banda cambiaria, vendió Reservas Internacionales por un monto cercano a los US \$ 1.700 millones (Ocampo et al., 2015) buscando a su vez frenar la fuerte devaluación. Dado el resultado de la operación, a saber, el abandono de la banda, podemos decir que el Banco de la Republica perdió en sentido estricto ese monto de Reservas Internacionales.

Pero la defensa de la banda cambiaria por parte del banco en 1998 significó, como hemos visto, un importante aumento de las tasas de interés nacionales el cual fue cercano al 4% (Ocampo et al. 2015) (ver gráfico 9). Con estos hechos podríamos decir que la defensa de la banda cambiaria traía consigo una preferencia del Banco de la Republica por aliviar la carga de los nacionales endeudados en moneda extranjera, sobre los hogares con créditos en el

---

<sup>56</sup> En el transcurso de 3 meses el peso se devaluó de la siguiente manera: TRM para 29/04/1999=1548; para 09/07/1999=1831

<sup>57</sup> en esta situación los banqueros nacionales empezaron a comprar divisas y ayudaron aún más a la devaluación de la tasa de cambio

interior denominados en moneda nacional, aunque ciertamente buscaba evitar que el país se viera obligado a declarar una cesación de pagos de deuda externa.

Sin embargo, y muy a pesar de lo dicho en el párrafo anterior, uno de los actores que más perdió con el ataque a la moneda nacional, fueron los grandes conglomerados económicos del país, quienes se encontraban endeudados en moneda extranjera. Este hecho resulta un tanto paradójico, ya que en razón del mandato constitucional, el Banco de la Republica en ese contexto de fuerte devaluación y crisis no pudo acudir explícitamente<sup>58</sup> a ayudar a los sectores que se encontraban en apuros. La curiosidad y paradoja del hecho se encuentra en que, bajo las condiciones del periodo de Sustitución de Importaciones, el Banco de la Republica si hubiera podido legalmente y explícitamente acudir en su ayuda.

#### 4.6.2 La resolución de la crisis.

La crisis se superó gracias a los deudores<sup>59</sup> y al Estado<sup>60</sup> que tuvieron que asumir las pérdidas generadas por el sector financiero. Así entonces, el Estado intentó aliviar la situación por medio de tres leyes: i. ley 510 de 1999 la cual en sentido estricto permitió que se agilizaran las actuaciones del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin)<sup>61</sup> y la superintendencia bancaria para intervenir rápidamente las entidades comprometidas en la crisis; ii. ley 550 de 1999 conocida popularmente como “ley de quiebras” que facilitó la reestructuración de las empresas afectadas financieramente por sus altos niveles de deuda y iii. ley 546 de 1999 que estableció nuevas pautas y reglas en el negocio del financiamiento hipotecario. Esta ley eliminó el UPAC<sup>62</sup> y creó la Unidad de Valor Real UVR que indexa las tasas de interés reales de la cartera hipotecaria al comportamiento de la inflación.

Valga decir aquí que fue la Corte Constitucional quien resolvió la crisis de fin de siglo, ya que en sentencia C-700/99 realizó las siguientes acciones: declaró la inexecutable del sistema UPAC; redujo la tasa de interés de los préstamos hipotecarios pendientes; pidió a la junta directiva del Banco de la República establecer una tasa de interés máxima para créditos hipotecarios; y dictaminó que la tasa de interés para créditos hipotecarios debía basarse solo en la inflación observada y no en la tasa de interés de mercado<sup>63</sup>. De la misma manera la

<sup>58</sup> Demostramos en el párrafo anterior que de hecho sí lo hizo, pero de manera implícita.

<sup>59</sup> Quienes perdieron sus viviendas.

<sup>60</sup> Que debió oficializar el banco granahorrar y rescatar al BCH y Bancafé.

<sup>61</sup> Fogafin se crea en el contexto de la crisis financiera de los años 80's mediante ley 117/85. Su misión es resolver los problemas de las entidades financieras que presenten problemas de insolvencia o deficiencia patrimonial (no de liquidez).

<sup>62</sup> La Unidad de Poder Adquisitivo Constante, fue un sistema expedido por medio los decretos 677 y 678 del 2 de mayo de 1972, por el último presidente del Frente Nacional –Misael Pastrana Borrero- mediante el cual se calculaba el costo de los créditos de vivienda, en el cual se tomaba como base la DTF para calcular la tasa de interés del crédito de vivienda, aunque originalmente se encontraba indexada al IPC.

<sup>63</sup> De hecho, producto de esta sentencia es que se expide la ley 546 de 1999 que crea la UVR.

Corte dictaminó que en caso de que el deudor, como producto de esta crisis, entregará su inmueble su deuda debería desaparecer junto con su activo.

Ahora bien, el protagonista principal de las soluciones de corto plazo, en esta crisis, fue Fogafin. De acuerdo con la información suministrada por esta entidad

El total de los recursos canalizados al sistema financiero, entre 1998 y 2004 para enfrentar y resolver la crisis, ascendió a \$ 16.2 billones, de los cuales el 54% se destinaron a la capitalización, el saneamiento y el apoyo de entidades financieras públicas y entidades públicas intervenidas, mientras que el 13% fue a entidades cooperativas y el resto, 21%, se dedicó al alivio de los deudores hipotecarios (Caballero y Urrutia, 2006, p. 149).

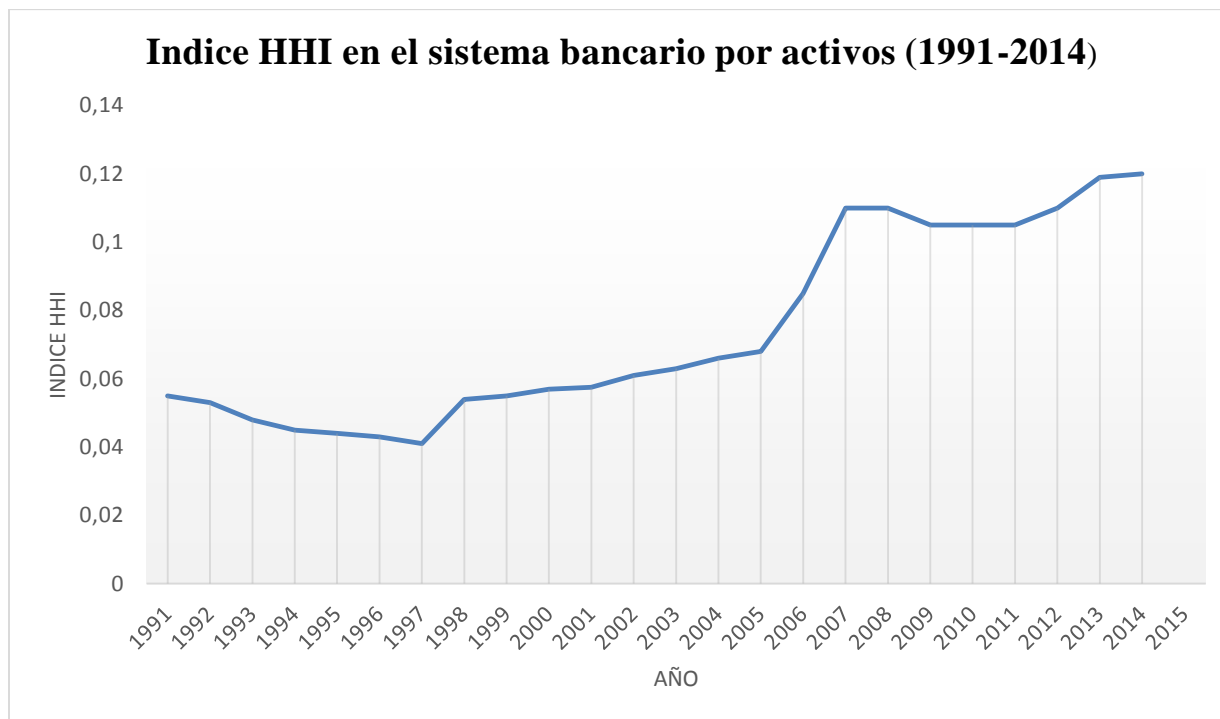
Otras de las medidas tomadas por fogafin fueron las siguientes:

Reestructuración y capitalización de la banca pública, incluyendo la liquidación del BCH; la oficialización de algunas entidades privadas, así como la compra de cartera y los apoyos de liquidez a otras; el suministro de créditos a los accionistas de la banca para financiar su capitalización; la administración de los alivios a los deudores hipotecarios, y la obligación de responder a los clientes de las entidades liquidadas por la vía del seguro de depósitos (Ocampo, 2015b, p. 131).

Los principales cambios del sector financiero como producto de la crisis de fin de siglo fueron los siguientes tres: i. el creciente papel de los bancos privados; ii. la participación decreciente de la banca oficial y iii. la creciente concentración del sector financiero. De hecho, podemos decir que la crisis de fin de siglo creó las condiciones para la concentración del sector financiero, toda vez que las entidades que sobrevivieron absorbieron a las que habían quebrado y posteriormente las entidades que habían sido salvadas por la acción estatal, fueron compradas a muy bajos precios por parte de las entidades que empezaron a fortalecerse (Ocampo 2015b). Lo narrado en la última parte de este párrafo responde a lo que Marx y la Teoría de la Regulación han denominado como el proceso de concentración y posterior centralización del capital.

Gracias al descrito proceso de concentración de capital en el sector financiero, que sucede como producto de la crisis de fin de siglo, hoy en día este sector puede considerarse como una estructura oligopólica (Villabona, 2015). No obstante, a inicios del periodo de apertura, la concentración del sector se había disminuido levemente, como habían previsto las autoridades financieras del país (Ocampo, 2015b) y como se puede observar en el grafico 10.

Gráfico 10. Concentración del Sistema Bancario por activos (1991-2014)



Fuente: Ocampo (2015b).

Ahora bien, la concentración del sector financiero debe leerse en clave de la aparición de conglomerados financieros los cuales fueron viabilizados jurídicamente por las leyes 45 de 1991 y 35 de 1993. Así las cosas, ese proceso de desconcentración del sector financiero, de inicios de la apertura, solamente fue un leve periodo de ajuste, mientras el proceso de conglomerados financieros podía tomar fuerza en el país<sup>64</sup>.

Así las cosas, todas las reformas que han sucedido tanto en el sector financiero, como en el cambiario sumadas a la crisis de fin de siglo nos da como resultado una recomposición significativa del sector financiero colombiano, el cual es actualmente uno de carácter oligopólico, dominado por tres grandes grupos (AVAL, GEA y Bolívar) (Villabona, 2015). Este hecho ha llevado a que la competencia en el sector financiero sea ilusoria ya que presenta elevadas barreras a la entrada tanto legales como técnicas, así mismo esa concentración ha generado que los actores del sistema coludan con el fin de definir tasas de interés sin que las autoridades se percaten de ello.

<sup>64</sup> De acuerdo con Fogafín, el número de establecimientos de crédito se redujo de 147 en 1996 a 108 en 1998, a 60 en 2003 y a 47 en 2005 (citado en Caballero y Urrutia, 2006).

Otra de las consecuencias de la crisis de fin de siglo fue la creación de la Red de Seguridad Financiera en el año 2000, la cual se concibe como un mecanismo de coordinación entre el Ministerio de Hacienda y crédito público, el Banco de la Republica, la superintendencia financiera, Fogafín y Fogacoop<sup>65</sup>, para evitar que hechos similares se presenten en el futuro. Sin embargo,

La ley 795 de 2003 avanzó aún más en esta dirección, fortaleciendo el andamiaje institucional, regulatorio y operativo, con el propósito de devolver definitivamente la confianza del público en el sector (...) esta ley estableció formalmente el Comité de Coordinación para el seguimiento al sector financiero, que se encarga de analizar de manera oportuna la información tanto microeconómica como macroeconómica del sector financiero y de garantizar su buen funcionamiento y control. (Ocampo, 2015b, pp.157-159.)

Finalmente, es interesante señalar que con la crisis de fin de siglo, curiosa y paradójicamente los índices de profundización financiera se reducen (Ocampo, 2015b). Este es el único periodo en la historia nacional donde este fenómeno se presenta, por ende, si ha existido una política de represión financiera en el país está fue ejercida única y exclusivamente por las fuerzas del mercado.

#### **4.7 El segundo subperíodo de la apertura: 2000-2015.**

Después de la crisis de fin de siglo, la autoridad monetaria nacional, transita de una concepción según la cual la inflación es un fenómeno monetario, a una concepción según la cual la inflación es un fenómeno de política monetaria. Por esta razón se decide abandonar el manejo de los agregados monetarios y de la base monetaria como meta intermedia de la política y se adopta el esquema de Inflación Objetivo en el cual la meta intermedia la constituye el pronóstico de inflación.

Ese giro en el manejo de la política monetaria, también puede ser explicado por el fenómeno conocido como “innovaciones financieras” en el cual, la teoría predice que la autoridad monetaria, con cada una de esas innovaciones pierde control sobre los agregados monetarios<sup>66</sup>. Y es que a medida que se pierde el control sobre los agregados monetarios tiene más sentido intentar controlar la inflación por medio de la tasa de interés. Ahora bien, el manejo de la tasa de interés puede resultar peligroso, porque no siempre sucede que, ante

---

<sup>65</sup> Fondo de garantías de entidades cooperativas.

<sup>66</sup> “La historia de la política monetaria en todos los países –como lo señalan Aglietta y Orlean [1982]- es la historia de las tensiones entre la Banca Central y los bancos comerciales. El primero limitando ciertas operaciones, mientras los segundos, a través de las innovaciones financieras, tratando de eludir dichos controles” (Misas, 2002, P. 156).

incrementos en ella, se reduzca la inversión y el consumo como predice la teoría; y viceversa, no siempre una disminución de la tasa de interés, conlleva un aumento en la inversión y el consumo.

Como consecuencia de lo expuesto en los últimos dos párrafos, la inflación hasta la fecha y a partir del año inicial de este subperiodo (2000), no ha alcanzado una cifra con dos dígitos. Este dato significa el punto final de la inflación estable y moderada que de hecho empieza a decaer en el primer subperiodo de la apertura aquí propuesto y que caracterizó al país en buena parte de su historia, para transitar a una inflación también estable pero reducida.

De la misma manera se puede argumentar que en este segundo subperiodo y bajo este nuevo esquema, la autoridad monetaria abandonó las políticas pro cíclicas, implementando medidas contra cíclicas (Ocampo, 2015b), toda vez que el esquema de Inflación Objetivo busca suavizar las sendas de crecimiento, del producto, de la inflación, del empleo y de otras variables macroeconómicas.

Se supone que el modelo de política monetaria actual, es una apuesta de política contracíclica en el largo plazo. Pero, valga aclarar, que es contracíclica en el sentido de no permitir grandes fluctuaciones de la NAIRU, es decir que sus actuaciones cierran brechas de inflación, pero no de producto<sup>67</sup>.

Otro de los argumentos que explican ese comportamiento contracíclico en la política del Banco de la República lo presenta (Ocampo, 2015b) ya que, debido a las restricciones fiscales del Estado, que no puede utilizar la política fiscal de forma contracíclica, “la moderación de los ciclos descansa excesivamente sobre la política monetaria” (Ocampo, 2015b, p. 148). Así entonces, Inflación Objetivo permite una política discrecional en determinadas coyunturas, bajo el entendido de que es un marco para la política y no una regla, sin embargo, esta discrecionalidad restringida, que para el caso de Colombia se evidencia en una política monetaria contracíclica, se puede explicar también por la necesidad de una política fiscal restrictiva que como hemos mostrado busca la congruencia del aparato estatal en la búsqueda de la estabilidad de precios.

#### **4.7.1 El manejo de la moneda durante el segundo periodo de apertura.**

Los instrumentos más utilizados por el Banco de la República bajo el esquema de Inflación Objetivo han sido los siguientes: i. las tasas lombardas (sin límite de monto) y de subasta (con límite de monto) que según la teoría se transmiten fácilmente a las tasas de interés de la economía en general; ii. los encajes bancarios, los cuales no tienen efectos bastante claros en el nivel de inflación, pero sí que ayudan a mantener un sistema financiero estable y sano

---

<sup>67</sup> A la misma conclusión y basado en estudios econométricos llegan (Ocampo et al.,2015)



y iii. la esterilización de la compra de divisas que busca neutralizar el efecto inflacionista de la tasa de cambio. Sin embargo, “el costo de esterilizar las reservas internacionales es significativamente alto, debido a los diferenciales existentes entre el rendimiento que debe pagar el gobierno a los inversionistas y la tasa de retribución de las reservas de divisas”. (Ocampo et al., 2015, p.49).

Ahora bien, una vez superada la crisis de fin de siglo y recuperada la confianza de los agentes nacionales y de los mercados financieros internacionales en el país, más un importante aumento del precio de los commodities y un flujo de liquidez importante en los mercados internacionales producto de la política expansionista adoptada por la FED a partir del año 2000, nos llevan a los años dorados de la banca nacional. Con un considerable flujo de capital y con un terreno ganado en términos de lo que aquí se ha presentado como confianza metódica, los esfuerzos por aumentar los niveles de profundización financiera tuvieron sus frutos. Al respecto podemos señalar que: “a partir de 2010 se generó una nueva y fuerte aceleración, que en materia de profundización medida por activos acumuló 21 puntos porcentuales del PIB en solo cinco años, el aumento más acelerado registrado en toda la historia” (Ocampo, 2015b, p. 170).

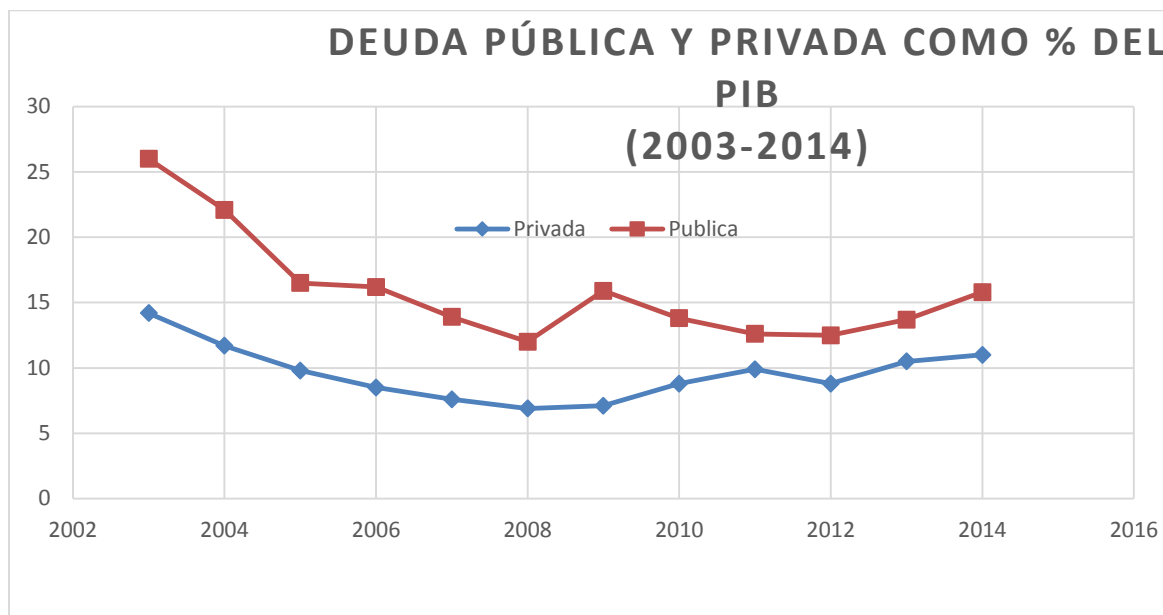
Con lo anterior en mente, es fácil entender porque el periodo 2004-2014 es el periodo más favorable para el país en cuanto a términos de intercambio se refiere en toda su historia. Esta situación mejoró las calificaciones de deuda, no solo de Colombia sino de toda la región latinoamericana, lo que a su vez hizo más barato el crédito.

La baja inflación, la reducción en el déficit fiscal, la mitigación de la vulnerabilidad externa y la atenuación del conflicto armado contribuyeron a que Colombia recuperara en 2011 el “grado de inversión” que otorga las agencias internacionales de calificación de riesgos, favoreciendo la emisión de bonos colombianos en los mercados internacionales (Ocampo, et al., p.83)

Valga decir en este contexto que la tasa de interés de los TES para Colombia, baja de 7% en 2003 a 2% en 2013.

Con la mejora de la calificación de deuda, el país vuelve a endeudarse, y otra vez lo hace como en el primer subperiodo, es decir, de manera considerable. Sin embargo, esta vez el sector que más se endeuda es el público.

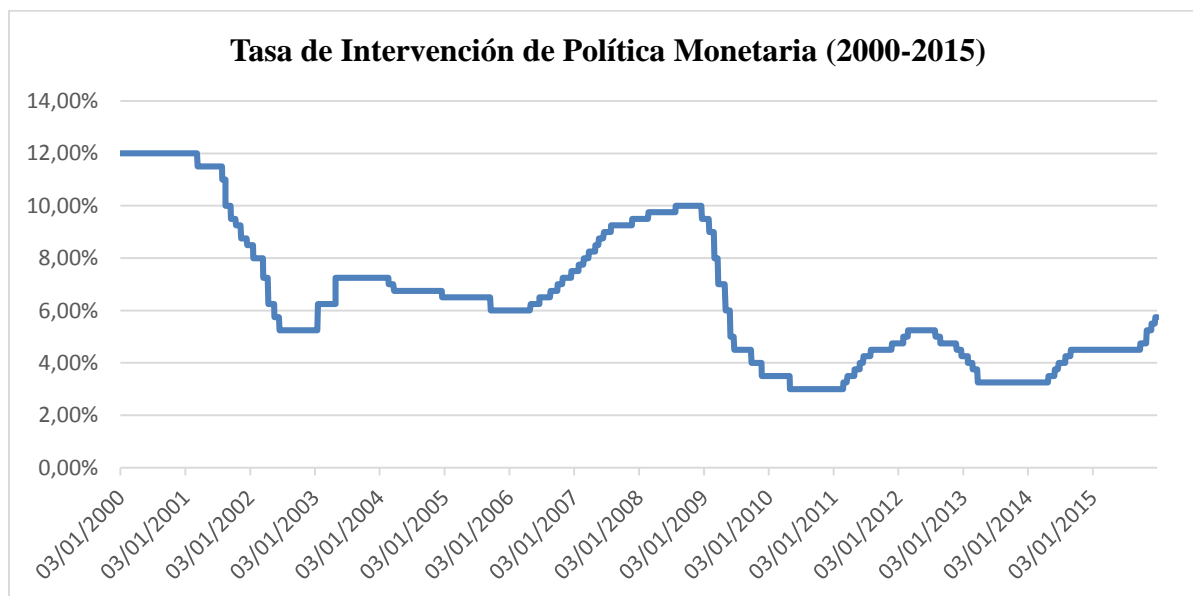
Gráfico 11. Deuda Pública y Privada como % del PIB (2003-2014)



Fuente: Elaboración propia en base a Ocampo (2015b).

Todo esto llevó a un fuerte crecimiento de la demanda agregada al menos desde el año 2006, la respuesta del Banco de la República fue enfriarla por medio de aumentos de la tasa de interés (ver gráfico 12) y de los encajes. “A su vez, para frenar la revaluación, que obviamente se acentuó con la elevación de las tasas de interés, el Banco acumuló reservas internacionales a un ritmo fuerte en 2007 así como restableció el encaje al endeudamiento externo” (Ocampo, 2015b, p. 151).

Gráfico 112. Tasa de Intervención de Política Monetaria (2000-2015)



Fuente: Elaboración Propia en base a datos del Banco de la República.

Por otra parte, y como producto de las enseñanzas del siglo XX, el país avanzó durante este subperiodo en aplicar instrumentos de regulación para el flujo de capital, estos instrumentos han sido los siguientes: i. encajes al endeudamiento externo; ii. plazos mínimos para la inversión en cartera y para la Inversión Extranjera Directa y iii. una política de encajes a la inversión de portafolio con plazos menores a un año. Sin embargo, vale la pena señalar que estas regulaciones no tuvieron mayores efectos en la economía colombiana, es decir, que no incidieron determinantemente en la tasa de cambio (Ocampo, 2015b).

Lo anterior tiene una explicación un tanto trivial y es que con las dinámicas –por no decir dictadura- del capital internacional la tasa de cambio viene a ser una variable que en lo fundamental depende del denominado “riesgo-país” y de la política monetaria que establezcan las dos grandes autoridades monetarias del planeta (FED y BCE) y no del andamiaje institucional de la nación. Dicho lo anterior vale la pena preguntarnos ¿qué podemos hacer ante las calificadoras de riesgo y ante la política monetaria de la FED y del BCE si resultan contrarias a nuestros intereses o si nos vemos afectados por ellas?

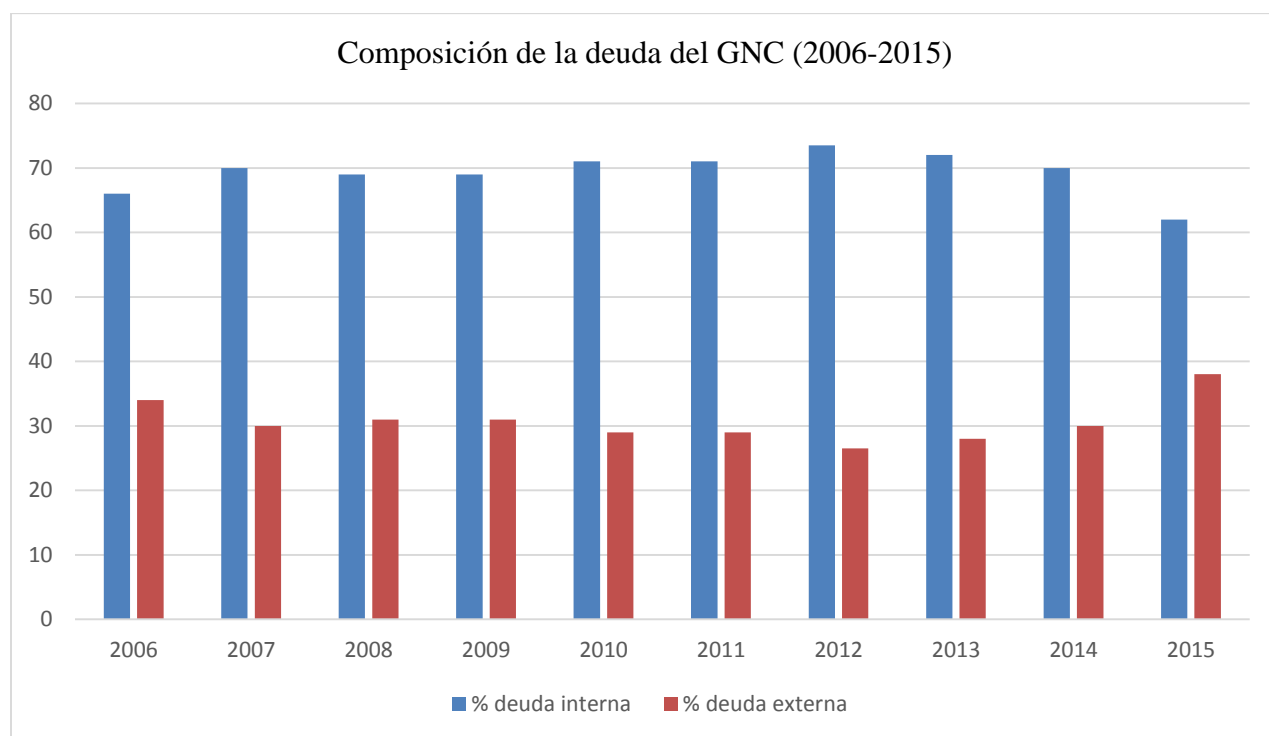
Aunque lo anterior no deja de ser una restricción importante, la verdad sea dicha: el país ha logrado reducir su exposición ante el sistema financiero mundial gracias a las siguientes cuatro medidas: i. se implementaron restricciones a la tenencia de activos denominados en moneda extranjera; ii. se implementó una agresiva estrategia de acumulación de Reservas Internacionales por parte del Banco de la República en el periodo de auge de divisas<sup>68</sup>; iii. se han contraído menos deudas con entidades del exterior y el envío de divisas por parte de colombianos en el exterior han dejado de ser una variable considerable del ahorro nacional y iv. el Gobierno Nacional se ha endeudado menos en divisas y más en moneda nacional<sup>69</sup> y así mismo el hecho de obtener mejores calificaciones de riesgo ha hecho más barato el crédito al país.

---

<sup>68</sup> aquí vale señalar que el monto nominal de las reservas se cuadruplicó, pero es preocupante que el Banco de la República no haya podido acumular más del 12% del PIB en Reservas Internacionales.

<sup>69</sup> Veremos en las conclusiones que este hecho en apariencia es positivo, pero responde a una lógica perversa del sector financiero nacional.

Gráfico 123. Composición de la deuda del Gobierno Nacional Central (2006-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a Contraloría General de la República (2015).

En términos del sistema financiero propiamente dicho, en este subperiodo, el país ha avanzado en tres grandes reformas que buscan evitar episodios de crisis como los vividos en los años 80's y 90's del siglo pasado. Estas reformas, expuestas por (Ocampo, et al., 2015) son las siguientes: i. reducción de vulnerabilidad de los establecimientos de crédito ante cambios en las condiciones externas, lo cual ataca el riesgo de liquidez ante cambios repentinos en las condiciones del mercado financiero internacional; ii. mejora en la gestión del riesgo, estableciendo condiciones más robustas para la asignación del crédito y evitando reducir a su mínima expresión la probabilidad de escenarios de impagos de deuda y iii. mediante una política contra cíclica de la autoridad monetaria<sup>70</sup>.

Del manejo monetario aquí expuesto, se puede concluir que la moneda no solo adquiere un carácter independiente respecto a objetivos clave de la economía, como el producto, el crecimiento, el empleo y la equidad, sino que de hecho la moneda -de acuerdo a lo expuesto

<sup>70</sup> Las tareas concretas de estas reformas han caído en lo fundamental en manos de la superintendencia financiera que ha emprendido las siguientes labores con ese fin: i. Intervenciones preventivas y establecimiento de medidas micro prudenciales a través de reportes y requerimientos mínimos de solvencia, liquidez y gestión; ii. ajustes normativos que buscan minimizar el riesgo y maximizar la provisión de liquidez de las entidades del sector.

en ese acápite- puede entenderse como una *forma institucional insubordinada* desde el momento mismo en que se adopta el esquema de Inflación Objetivo.

La moneda entendida como forma institucional insubordinada, refiere al hecho de que ella, ha jugado un rol importante en su historia y es servir a objetivos más amplios como empleo, desarrollo, crecimiento, entre otros. En ese orden de ideas se subordinada, sin embargo, en nuestros días la moneda ya no se subordina a otros objetivos que podríamos llamar generales, sino que adquiere una autonomía relativa y empieza a defender los intereses de quienes la detentan.

## 4.8 Conclusiones generales del periodo de apertura

La gran falla de a apertura, visto desde los intereses de la industria nacional, fue no haber distinguido entre bienes transables y bienes no transables, toda vez que los productores de bienes transables se enfrentan a varios problemas para competir en la apertura, Misas (2002) ha llamado la atención sobre algunos de ellos y son los siguientes: i. la inflación internacional es tendiente a cero; ii. los vaivenes de la tasa de cambio y de la tasa de interés y iii. una política comercial cada vez más flexible.

Con la liberalización financiera el país quedó más expuesto a los ciclos financieros. Sumado a esto la política económica en los años 90's, en especial la monetaria se caracterizó por ser pro-cíclica, de la misma manera y como resultado obvio de las dinámicas propias del sector financiero, el endeudamiento tanto externo como interno también respondía al ciclo económico, ergo, con estos elementos, la economía colombiana no podía si no caer en una profunda crisis como la de fin de siglo.

En un mundo globalizado, y aperturista, el escenario ideal para las industrias locales de bienes transables, es el de ser protegidos por medio de la tasa de cambio, pero lo que se observa en el país, es un fenómeno de dominancia de la balanza de pagos, es decir, una situación en la cual la dinámica macroeconómica nacional de corto plazo, depende en lo fundamental de choques externos, los cuales no pueden ser ni previstos ni afrontados de forma eficiente por las políticas públicas económicas.

Así las cosas, la voz cantante de este proceso la tienen los flujos internacionales de capital. Sucede en consecuencia algo perverso, y es que cuando se cortan los flujos de capital, el Banco de la República lo que hace es aumentar las tasas de interés buscando atraer a ese capital y esperando que no se le dispare la inflación, pero esta medida encarece el crédito en el preciso momento en el cual existe menos oferta de él, y en el cual la autoridad monetaria debería crear las condiciones para hacer más accesible su acceso. Con este argumento, se puede cuestionar el hecho de que en apariencia la política monetaria desde el segundo subperiodo ha tendido a ser contra cíclica.

Con la apertura, las finanzas privadas se han convertido en el intermediario obligado entre el Estado y la economía productiva. El hecho de que el ejecutivo no pueda recurrir al Banco de la República para financiarse, lleva a que el sector financiero obtenga grandes ganancias con un riesgo mínimo, de hecho, lo que en la literatura tradicional se presenta como un gran logro, a saber, que el gobierno tenga una preferencia por endeudarse en el mercado nacional y no en el mercado internacional (ver gráfico 13) con el fin de no ejercer presiones considerables en la tasa de cambio, resulta siendo una transferencia neta de recursos desde el Estado hacía el sector financiero nacional, toda vez que, en sentido estricto, el Estado cuenta con al menos otras dos opciones más para financiarse<sup>71</sup>, es decir que de un abanico de tres opciones, el Estado ha elegido aquella que favorece, o que al menos no perjudica al sector financiero.

Dicho lo anterior es claro que la opción de financiarse por medio de deuda y en concreto de deuda nacional, en detrimento por ejemplo de los préstamos del banco central, corresponde a una decisión de carácter político, en apariencia acordada democráticamente por la sociedad colombiana y plasmada en la constitución política nacional. Ahora bien, lo que nadie dice es que esa deuda es más perversa que el mismo impuesto inflacionario, que genera la financiación por emisión y préstamo del banco central y que se busca evitar a toda costa, ya que el pago de la deuda representa onerosas cargas para las futuras generaciones, para los colombianos más jóvenes. Bajo este argumento se podría pensar que el impuesto inflacionario es por llamarlo de alguna manera más democrático porque al menos es asumido por la misma generación que lo produce.

Las clases hegemónicas necesitaban de la apertura para continuar el proceso de acumulación de capital que había iniciado desde el periodo de Sustitución de Importaciones, no obstante, la apertura terminó por dividir a esas clases hegemónicas, ya que los industriales y los empresarios del agro se han visto fuertemente perjudicados por ella, así las cosas, es claro que las clases hegemónicas se encuentran actualmente inmersas en una disyuntiva, por no decir disputa, en torno a la política económica. Ahora bien, el termino disputa resultaría inadecuado porque las correlaciones de fuerzas al interior de ese bloque hegemónico, se han ido decidiendo a favor del sector financiero, entre otras razones porque la gran mayoría de los empresarios nacionales han diversificado sus inversiones, de tal suerte que los más fuertes tienen parte de sus inversiones en el sector financiero y por ende no se preocupan por lo que pueda suceder en el sector real como producto de la apertura.

Así entonces se concluye que el capital baila al son que le toquen, por decirlo de alguna manera. Los industriales colombianos han trasladado sus inversiones al sector financiero, podemos decir en consecuencia que la industria va mal, pero los industriales están bien. De

---

<sup>71</sup> Hablamos de impuestos (sean estos directos o indirectos) y de emisión.

este modo, la misma racionalidad económica ha permitido que el país sufra de un atraso importante en el sector industrial.

La apertura puede interpretarse como

Un proceso de concentración que rompió medio siglo de tendencia a la desconcentración de la actividad financiera y que estuvo acompañado durante la crisis, por la destrucción de muchas entidades de tamaño pequeño. El proceso de concentración tuvo como eje la formación de conglomerados financieros (Ocampo, 2015b, pp. 145-146).

Justamente este es el legado de la apertura: la concentración del sector financiero en términos de grandes conglomerados, es decir, sucede exactamente lo contrario de lo que prometieron los defensores del proceso.

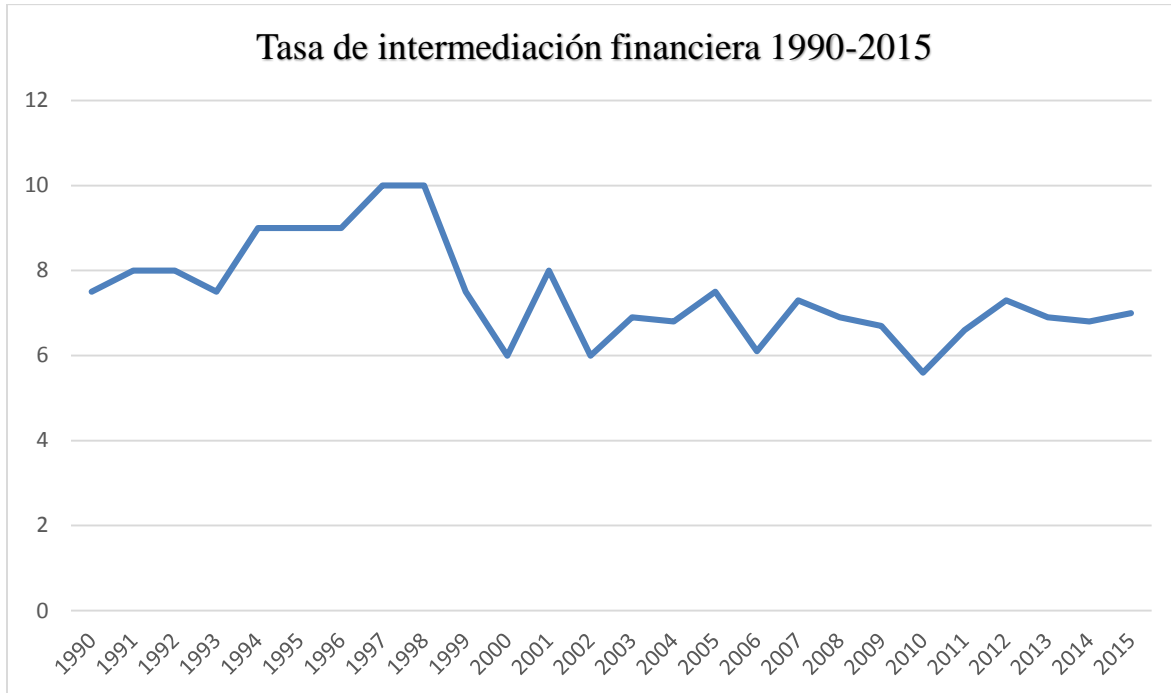
Pero lo más preocupante es que esa concentración se explica en lo fundamental por el proceso de privatización de entidades estatales en el sector por medio de su compra después de la crisis de fin de siglo. Las cifras al respecto nos dicen lo siguiente: para 1990 la banca oficial representaba cerca del 50% del sector financiero; esa proporción se redujo a 16% en 1997 y a 13% en 2003 (Ocampo, 2015b).

El descrito proceso de concentración financiera, se refleja en una estructura oligopólica del sector (Villabona, 2015), y esta estructura se ha convertido en un inconveniente para el manejo de la inflación por medio de la tasa de interés, ya que este instrumento pierde eficacia a medida que el sector financiero se va volviendo más fuerte, toda vez que las entidades financieras pueden acordar no trasladar al cliente los movimientos realizados por el Banco de la República sobre la tasa de interés.

De este modo

La acción del Banco de la Republica se ha traducido en un incremento apreciable en los márgenes de intermediación, en la medida en que la caída en las tasas de interés interbancario ha afectado más las tasas de captación que las de colocación (Misas, 2002, P. 156).

Gráfico 134. Tasa de intermediación financiera en la apertura.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de la Republica.

De la crisis de fin de siglo se concluye que tiene un patrón común con las demás grandes crisis financieras del siglo XX<sup>72</sup> y es haber estado precedidas de un importante flujo de capital externo. Así las cosas, la historia del ciclo económico de este país, es la historia de las bonanzas pasajeras, ya sea de café, de petróleo o simplemente de dólares traídos al país por el sector financiero.

Del manejo de la moneda se puede concluir que la arquitectura monetaria del país, supone que la tasa de sacrificio<sup>73</sup> es cero, es decir, que la política monetaria no ha tenido costos en el sector real y que así mismo no ha afectado los niveles de empleo. Sin embargo, estudios como los que se han retomado en este capítulo sugieren lo contrario, para citar solamente dos ejemplos, Ocampo, et al. (2015) como consecuencia de un análisis de los trabajos econométricos que se han desarrollado en el país en el último quinquenio, llegan a la siguiente conclusión: “resulta interesante el hecho de que, según los resultados que se presentan, la política monetaria en Colombia es más efectiva en el cierre de brechas de inflación que en las del producto” (Ocampo, et al., 2015, p.72). Por su parte Misas (2002) ha señalado: “con frecuencia el logro de una reducción modesta en los niveles inflacionarios

<sup>72</sup> Sucieron en los 30's y los 80's.

<sup>73</sup> Como se expuso en el capítulo 2, esta variable mide la incidencia de la inflación en el empleo.



(como ha ocurrido en Colombia en los noventa) se hace a costa de sacrificios importantes en materia de crecimiento y empleo” (Misas, 2002, P. 148).

Si lo miramos en perspectiva comparada el Banco de la República es el banco central con las tasas de interés más altas en toda la región (Ocampo, et al., 2015). De esta manera, la autoridad monetaria del país ha defendido no solamente la capacidad adquisitiva de la moneda, como es su obligación de acuerdo a la carta política, sino que también, ha terminado defendiendo los ingresos reales del sector financiero, esta es la cara no visible de la política monetaria y la cual es ignorada sistemáticamente por la literatura dominante, incluyendo los informes del Banco de la República al congreso de la república.

El éxito de la lucha contra la inflación del Banco de la República, debe revisarse con detenimiento ya que los contextos internacionales han tenido mucho que ver en esas reducciones de inflación. En otros términos, podemos señalar que la reducción de la inflación no es un fenómeno particular nacional sino global e internacional, en consecuencia, ese éxito es relativo, si se le atribuye exclusivamente al Banco de la República.

Finalmente se concluye que *la inflación puede considerarse como el producto del régimen de acumulación imperante*. Hemos visto que en este periodo el bloque hegemónico se recompone a favor de los intereses del sector financiero el cual consecuentemente marca la pauta del régimen de acumulación en todo el periodo, pero de forma clara a partir del año 2000, lo cual es coincidente con la implementación del modelo de Inflación Objetivo, sin embargo, esta coincidencia no debe interpretarse de forma causal.



## 5. Conclusiones y recomendaciones

### 5.1 Conclusiones

Para ofrecer las conclusiones es necesario recordar al lector el objetivo de esta tesis, el cual era en lo fundamental presentar el esquema de Inflación Objetivo, sus críticas y realizar un análisis de su implementación y de sus resultados en la economía colombiana utilizando para ese fin el lente de la Teoría de la Regulación. Las preguntas de investigación que se plantearon fueron las siguientes: ¿Por qué Colombia ha implementado el modelo de Inflación Objetivo? ¿por qué el manejo de la moneda en el país ha terminado por responder a una lógica que favorece al sector financiero? ¿En su diseño, el manejo de la política monetaria buscaba favorecer a algún grupo económico en particular? ¿Siempre ha sido de esa manera? Y fundamentalmente nos preguntamos ¿por qué fue así y no de otro modo?

Dicho lo anterior la gran conclusión de esta tesis es que el manejo de la moneda ha sido compatible con el régimen de acumulación imperante en un momento dado de la historia nacional. Así las cosas, durante el periodo de Industrialización por Sustitución de Importaciones el manejo de la moneda estuvo centrado en mantener el ingreso real del sector agroindustrial exportador que a su vez era el sector hegemónico al interior de las clases en el poder. Por su parte en el periodo de apertura el régimen de acumulación se ha trasladado del sector agrícola e industrial al sector financiero y por ende el manejo de la moneda responde a sus intereses, sin que necesariamente con ello se excluyan otros. En consecuencia, es importante señalar que se defiende la idea de que no es que el sector financiero diseñe la política pública económica como tal, sino que ellos han sido los grandes beneficiarios de la misma. No obstante, es posible afirmar que el diseño de la política monetaria si ha favorecido a los sectores que dentro de las clases dominantes se han constituido en un momento en particular como hegemónicos.

Inflación Objetivo se ha implementado en el país teniendo en cuenta dos contextos, uno internacional y otro nacional. Así las cosas, en términos internacionales, con el proceso de globalización, las fronteras nacionales dejan de ser restricción para que fluya el capital, y como hemos visto, de acuerdo al trilema de política monetaria, esto le deja teóricamente dos opciones a la autoridad monetaria y es perseguir o el objetivo de tasa de cambio o perseguir el objetivo de tasa de interés, sin embargo, con un esquema de libre movilidad de capitales

y una tasa de cambio fija el riesgo de ataques especulativos es muy grande por lo cual, en la práctica no había otra opción sino que se persiguiera el objetivo de tasa de interés.

Respecto al contexto nacional la argumentación a su vez, debe dividirse en dos: una de carácter estructural y otra de carácter coyuntural. En términos estructurales es posible afirmar que en el país existe una suerte de *Aversión a la Inflación* por parte de las clases en el poder, que se puede rastrear históricamente desde el siglo XIX a raíz de lo sucedido con el Banco Nacional<sup>74</sup>, su moneda de curso forzoso y la posterior emisión de esta institución para financiar las últimas dos guerras civiles del siglo XIX (1895 y de los mil días), lo que traería como consecuencia una hiperinflación en el país.

Este episodio -que lamentablemente no hemos podido narrar en la presente tesis, porque desbordaría los márgenes de la misma-, sin lugar a dudas generó un temor importante en las elites nacionales sobre los peligros de la inflación, que terminó por alinear la política monetaria en todo el siglo XX y en lo corrido en el siglo XXI de tal manera que se evitara a toda costa cualquier brote inflacionario importante porque esto significaría -como significó a inicios del siglo XX- la erosión de la riqueza financiera de los sectores más acaudalados del país. Así entonces se puede explicar el hecho de que la inflación en el país conservara en el tiempo una importante estabilidad que puede incluso ser elogiada si se tiene en cuenta la historia monetaria de la región.

Por el lado coyuntural, podemos decir que los años de la apertura trajeron consigo una divergencia de las clases hegemónicas sobre el modelo de desarrollo a seguir, lo anterior se agudiza por el hecho de que este periodo las clases subalternas logran ganar una agenda de derechos de rango constitucional que le imponen nuevas obligaciones al Estado. Así las cosas, se puede entender el divorcio entre las apuestas por una política económica centrada en la agenda del consenso de Washington junto a un catálogo de derechos que recogen las agendas clásicas de los derechos de primera y segunda generación, que para garantizarse necesitan de importantes recursos.

La divergencia en torno al modelo de desarrollo a seguir se plasmó concretamente en términos de política monetaria, en el hecho de que el Banco de la Republica buscará perseguir todos los objetivos posibles desde 1991 y hasta 1999, las estrategias híbridas de política que se presentaron en el capítulo 1 dan cuenta de ello. Hemos anotado cuatro párrafos arriba, que prácticamente el Banco de la Republica no tenía otra opción que perseguir el objetivo de tasas de interés, sin embargo, la estrategia de Inflación Objetivo que es la estrategia que se correlaciona con el objetivo de tasa de interés, no hubiese podido

---

<sup>74</sup> El Banco Nacional fue la primera institución que fungió con las funciones de un banco central propiamente dichas en la historia nacional. Fue creado por el régimen regeneracionista en el año 1880 por medio de la ley 39 de dicho año.

implementarse antes en razón de que el mercado financiero nacional era pequeño y poco profundo y que no existía un mercado de deuda pública, toda vez que bajo esas condiciones no podría garantizarse el correcto funcionamiento de los canales de transmisión de la política monetaria.

Así entonces, nuestra historia monetaria fue así y no de otro modo debido a que las elites en el poder han logrado imponer en el imaginario nacional su visión sobre el manejo “sano” de la moneda. De la misma manera fue así y no de otro modo porque las demandas subalternas históricamente no se han resuelto con política fiscal y gasto público, sino que estas se trasladaron a la confrontación bélica. Tal vez nuestra historia monetaria no sería la misma sin la guerra.

Ahora bien, el objetivo constitucional de estabilidad de precios, puede parecer un mandato ciudadano contra la inflación, no obstante, desconoce también las posibilidades de cambio en las preferencias de una nación. A veces las constituciones son estáticas y anacrónicas y los poderes enquistados en el Estado impiden su cambio, y esto puede ser un riesgo importante ya que si la ciudadanía decide elegir a un gobierno con visiones menos restrictivas en materia de política monetaria, este no podría hacer nada para cambiar el conservadurismo de la autoridad monetaria, al menos no legalmente y esto terminaría siendo una imposición contra una sociedad que reclama un cambio.

Respecto a la pregunta ¿En su diseño, el manejo de la política monetaria buscaba favorecer a algún grupo económico en particular? es posible afirmar que la política monetaria no se ha construido buscando exclusivamente el beneficio particular del sector financiero, pero ciertamente es tentador afirmarlo. No obstante, es claro que los hacedores de política previeron con las medidas de la apertura unos beneficios que podemos llamar generales, ya que involucraban tanto al sector agrícola, como industrial y financiero. Sin embargo, los agentes económicos desenscriptaron el mensaje de los hacedores de política de forma distinta a lo que se preveía y proyectaba, ya que en vez de fortalecer con inversiones la industria nacional, los actores representativos de cada sector decidieron llevar sus inversiones al sector financiero, de tal suerte que los fondos que se suponía iban a fortalecer el sector real han llegado al mundo de las finanzas.

La anterior decisión que en principio pareciera poco racional, de hecho, evidencia una racionalidad instrumental plena, según la cual, las inversiones más rápidas y menos riesgosas se encuentran en el sector financiero. Se puede concluir que las decisiones basadas en esta racionalidad han sido respaldadas implícitamente por la autoridad monetaria cuando se garantizan de facto los ingresos reales del sector financiero por medio de bajas tasas de inflación y altas tasas de interés, así entonces el Banco de la República podemos decir ha incentivado la inversión financiera sobre la inversión real. No obstante, esto debe matizarse ya que el proceso descrito no es particular de Colombia, sino que obedece a una lógica global.

Inflación Objetivo para ser exitoso necesita de un mercado financiero profundo y robusto, donde podemos incluir un mercado de deuda pública. De la misma manera la disciplina fiscal del Estado es importante para el logro del objetivo inflacionario en tanto el Estado debe ser congruente en todos sus niveles con esta meta. Así mismo hemos visto como Inflación Objetivo se correlaciona con altas tasas de interés reales, lo cual se puede considerar como una lógica perversa en el entendido de que la disciplina fiscal y el desmonte progresivo de impuestos directos han hecho que el Estado tenga que financiarse cada vez más con deuda, lo que a su vez lleva a que el mismo Estado tenga que sufrir las consecuencias de unas tasas de interés elevadas.

Aun con todas las críticas expuestas es claro que desde el periodo de la apertura la moneda colombiana ha ganado mucho terreno en términos de lograr afianzar la confianza metódica y ética de los ciudadanos hacia ella, es decir, que la moneda nacional ha ganado en términos de no desconfianza y además en términos de legitimidad. El hecho de poseer una inflación baja y estable sin duda ha ayudado a que la moneda nacional pueda afianzarse en los aspectos aquí resaltados. Se puede intuir que los colombianos confían hoy más en su moneda que hace algunos años, esta confianza se ha exacerbado por la situación de la moneda en la vecina Venezuela<sup>75</sup>.

Ahora bien, si bien es cierto que se ha logrado una importante estabilidad macroeconómica fundamentalmente desde el periodo de apertura. Esta estabilidad termina siendo funcional al gran capital y al sector financiero tanto nacional como extranjero. No obstante, si evaluamos dicha estabilidad desde el punto de vista de los sectores subalternos y en fundamental desde la óptica de los trabajadores, quienes no cuentan con estabilidad laboral, renta o ahorro financiero, podríamos concluir que esa tal estabilidad –como diría el presidente Santos- no existe.

## 5.2 Recomendaciones

Para posteriores estudios las recomendaciones que esta tesis puede entregar es revisar en perspectiva comparada la situación de nuestro país respecto a la región latinoamericana con el fin de explotar a fondo las herramientas que han desarrollado en el mundo los investigadores de la Teoría de la Regulación. Así mismo sería interesante realizar estudios que contemplen periodos de tiempo de más largo alcance histórico, con el mismo fin de explotar las potencialidades de una macroeconomía histórica como el regulacionismo. Finalmente vale la pena realizar subdivisiones dentro de los sectores agrícola, industrial y

---

<sup>75</sup> Valdría la pena generar un estudio que pueda medir las intuiciones aquí mencionadas en base a una muestra representativa y no a las conjeturas del autor.

financiero, para poder establecer con mucha precisión quienes han ganado y quienes han perdido con la apertura en general y con Inflación Objetivo en particular.





## Referencias Bibliográficas.

Aglietta, M & Orlean, A. (1982). La violence de la monnaie. Paris. PUF.

Aglietta, M & Orlean, A (Eds), (1998). La Monnaie Soveraine. Paris. Odile Jacob.

Alesina, A; Nouriel R; Gerald C. (1997). Political Cycles and the Macroeconomy. Cambridge, MA and London, England: The MIT Press.

Arbeláez, F. (2006). Reseñas. Revista Odeon. Número 3. Pp.121-123.

Arestis, P. & Malcolm, S. (2003): On the Effectiveness of Monetary. Contributions in Stock-flow Modeling Essays in Honor of Wynne Godley. Institute Levy. Pp.300-320.

Arias, H. (2003). La moneda en la teoría francesa de la regulación. Revista apuntes del CENES, vol. 23, No. 35, enero-junio de 2003. Pp.35-69.

Arrighi, G. (2005). Comprender la hegemonía. New Left Review no. 32. Mayo. Pp. 20-54.

Ball, L & Sheridan, N. (2004). ¿Does Inflation Targeting Matter?. The Inflation-Targeting Debate. January 23-26, 2003. University of Chicago Press.

Ball, L. (1994). Credible disinflation with staggered price-setting. American Economic Review 85: Pp. 282-289.

Ball, L. (1997). Disinflation and the NAIRU. In Reducing Inflation: Motivation and Strategy., ed..D. and Romer D.H. Romer: Pp. 167-94.

Banco de la Republica de Colombia, (03/02/2018). Qué Hacemos. Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/es/el-banco/que-hacemos>

Banco de la República. (1999). Revista del Banco de la Republica: Nota Editorial. Volumen LXXII. Número 859. Mayo de 1999. Pp. 5-18.

Barro, R. (1995). Inflation and economic growth. Bank of England Quarterly Bulletin 35: Pp. 166-176.

Bernanke, B., & Mishkin, F. (1997), Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? Journal of Economic Perspectives 11, Pp. 97-116.

- Blackburn, K. & Christensen, M. (1989). Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence. *Journal of Economic Literature* XXVII. Pp. 1-45.
- Blinder, A. (1998). *Central Banking in Theory and Practice*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Bourdieu, P. (2010). *El sentido práctico*. Buenos Aires. Siglo XXI.
- Boyer, R. (1992). *La Teoría de la Regulación. Un análisis crítico*. Ed. Alfons el Magnanim, Valencia.
- Campillo, M. & Miron, J. (1997). *Why Does Inflation Differ Across Countries?*. NBER Working Paper No. 5540.
- Carare, A. & Stone, M. (2003). Regímenes de meta de inflación. *Centro de estudios monetarios latinoamericanos*. Vol. XLIX. No. 2 (abril-junio de 2003). Pp. 55-76.
- Contraloría (2015). *Contraloría General de la Republica (2015). Deuda Pública Colombiana 2015. Crecimiento de la deuda: reflejo de la situación fiscal*.
- Corchuelo, A. (2001). La inflación colombiana en el proceso de modernización. En *Desarrollo económico y social en Colombia siglo XX*, Gabriel Misas Ed. Bogotá. Facultad de Ciencias Económicas UNAL. Pp. 135-146.
- Corte Constitucional, (7 de julio de 1999). Sentencia C-481. [MP Alejandro Martínez Caballero]
- Congreso de la república de Colombia. (diciembre de 1992). Ley 31 de 1992.
- Corte Constitucional, (septiembre 16 de 1999). Sentencia C-700 de 1999. [MP José Gregorio Hernández Galindo]
- Cukierman, W. & Negapli (1992). Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. *World Bank Economic Review*, 1992, vol. 6, issue 3, Pp 353-398.
- Debelle, G. (1996). The end of three small inflations: Australia, New Zealand, and Canada. *Canadian Public Policy* 22: Pp. 56-78.
- Eggerston, T.(1990). *Economic Behavior and Institutions: Principles of Neoinstitutional Economics*. Cambridge University press.
- Epstein, G. & Maximov, F. (1999). *A Critique of Inflation Targeting and An Alternative Proposal for the Reserve Bank of South Africa*. Working Paper Series. PERI –University of Massachusetts Amherst.

- Epstein G. (2002). Employment-Oriented Central Bank Policy in an Integrated World Economy: A Reform Proposal for South Africa. Working Paper Series. PERI –University of Massachusetts Amherst.
- Epstein G. (2003). Alternatives to Inflation Targeting Monetary Policy for Stable and Egalitarian Growth: A Brief Research Summary. Working Paper Series. PERI –University of Massachusetts Amherst.
- Eshag, E. (1977). Kalecki's Political Economy: A Comparison with Keynes. En: Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 1977, vol. 39, issue 1, Pp. 79-85.
- Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy American Economic Review, Vol. 58, No. 1. (Mar., 1968), Pp. 1-17.
- Galbraith, J. (2001). The Distribution of Income, Edited by Richard P.F. Holt and Steven Presuman, A New Guide to Post Keynesian Economics, Routledge, USA.
- Giraldo, A. (2008). Aversión a la Inflación y Regla de Taylor en Colombia 1994-2005. Revista Cuadernos de Economía. Vol. XXVII. No. 49. (2008). Pp. 225-258.
- Giraldo, C (17/01/2016). Salario mínimo: cómo embolataron el aumento. Recuperado de: <https://www.razonpublica.com/index.php/econom-y-sociedad-temas-29/9152-salario-minimo-como-embolataron-el-aumento.html>
- Gómez, J. (2006). La Política Monetaria en Colombia. Borradores Semanales de Economía. (394).
- González, J. (2001). Entre la sustitución de importaciones y la apertura. En Desarrollo económico y social en Colombia siglo XX, Gabriel Misas Ed. Bogotá. Facultad de Ciencias Económicas UNAL. Pp. 399-426.
- Hernández, A y Tolosa, J. (2001). La política monetaria en Colombia en la segunda mitad de los años noventa. Borradores Semanales de economía. (172).
- Hobbes, T. (2007). Leviatan. Buenos Aires. Ed. Lozada.
- Kahn, G. & Parrish, K. (1999). Conducting Monetary Policy with Inflation Targets. *Economic Review*. Vol. LXXXIII. Tercer trimestre de 1998. Pp. 5-32.
- Kalmanovitz, S. (1999). Los equilibrios macroeconómicos y el banco central: el caso colombiano. Borradores Semanales de Economía (114).

- Kalmanovitz, S. (2001). Las instituciones colombianas en el siglo XX. En *Desarrollo económico y social en Colombia siglo XX*, Gabriel Misas Ed. Bogotá. Facultad de Ciencias Económicas UNAL. Pp. 39-76.
- Kalmanovitz, S. (2002). El Banco de la República y el régimen de meta de inflación. *Borradores Semanales de Economía* (193).
- Kregel, J. (1978). Distribución de la Renta, Editado por Alfred S Eichner, *Economía Postkeynesiana*, Hermann Blume.
- Kydland, & Prescott, (1977). Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy* 85, no. 3: Pp. 473-91.
- Lassalle, F. (2013). *¿Que es una constitución?*. Bogotá. Temis.
- López, Vargas & Rodríguez, (2016). La estrategia de inflación objetivo en Colombia. Una visión histórica. *Borradores Semanales de Economía* (952).
- Lo voulo & Cibils, (2004). Régimen de Metas de Inflación: ¿el nuevo consenso ortodoxo en política monetaria?. Buenos Aires. Ciepp.
- Mankiw, G. (1990). A Quick Refresher Course in Macroeconomics. *Journal of Economic Literature*. Vol. XXVIII. Issue 4 (December 1990). Pp. 1645-1690.
- Meisel, A. (1990). *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*. Bogotá. Banco de la República.
- Militante polo (25, 08, 2013). NO IMPORTEN MÁS COMIDA ¡DE POR DIOS! [Archivo de video]. Recuperado de <https://www.youtube.com/watch?v=6FOciTWOdiQ>
- Misas, G. (2001). De la sustitución de importaciones a la apertura económica. La difícil consolidación industrial. En *Desarrollo económico y social en Colombia siglo XX*, Gabriel Misas Ed. Bogotá. Facultad de Ciencias Económicas UNAL. Pp. 111-146.
- Misas, G. (2002). *La ruptura de los noventa: del gradualismo al colapso*. Bogotá. Facultad de Ciencias Económicas.
- Moreno, A. (2014). *La política monetaria y la distribución funcional del ingreso: lo que usted quiso saber y no se atrevió a preguntar*. Documentos FCE-CID. Bogotá. Universidad Nacional de Colombia.
- Mourao, P. (2007). El institucionalismo norteamericano: Orígenes y Presente. En: *Revista de Encomia Institucional*, Vol. 9. No. 16. Primer semestre de 2007. Pp.315-325.

- Mundell, R. (1963). Capital Mobility and Stabilisation Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economics*. Vol. XXIX (1963). Pp. 475-485.
- North, D. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University press.
- Ocampo, J.; Malagón, J. & Betancur, J. (2015). *La banca central colombiana en una década de expansión, 2003-2013*. Bogotá. Universidad Externado.
- Ocampo, J. (comp.). (2015 a). *Historia económica de Colombia*. Bogotá. FCE-Fedesarrollo.
- Ocampo, J. (2015 b). *Una historia del sistema financiero colombiano*. Bogotá. Asobancaria.
- Palley, T. (Noviembre, 2002): *A Post-Keynesian Framework for Monetary Policy: Why Interest Rate Operating Procedures are Not Enough*. Trabajo presentado en la conferencia *Economic Policies: Perspectives from Keynesian Heterodoxy*, Dijon, Francia.
- Palley, T. (2006). *Monetary Policy in a endogenous money economy*, Edited by Philip Arestis y Malcolm Sawyer, *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Edward Elgar, MA USA
- Posen, A. (1995). *Central bank independence and disinflationary credibility: a missing link?*. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports.
- República de Colombia (1991). *Constitución política*.
- Rochon, L. & Rossi, M. (2006). *Inflation targeting, economic performance, and income distribution: a monetary macroeconomic analysis*, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 28, no. 4, Pp. 615-618.
- Rochon, L. & Setterfield, M. (2007). *Interest Rates, income Distribution and Monetary Policy Dominance: Post-Keynesians and the fair rate of interest*, Paper presented at the 9th International Post Keynesian Economics Conference, September 15-18, 2006, Kansas City, Missouri, and the Eastern Economic Association meeting, New York, February 23-25, 2007.
- Romer, D. (2006). *Macroeconomía Avanzada*. Mc Graw-Hill. Madrid.
- Sargent, T. & Wallace, N. (1975). *Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule*. *Journal of Political Economy*, 1975, vol. 83, issue 2, Pp. 241-54.
- Sawyer, M. (1985). *The Economics of Michal Kalecki*. Ed. M.E. Sharpe. Michigan.

Shiller, R. (1997). Why do people dislike inflation? In *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, ed. Romer C.D. and D.H. Romer: Pp.13-70.

Svensson, L. (1999). Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule. *Journal of Monetary Economics*. Vol. XLIII. (1999). Pp 607-654.

Stiglitz, J. (1997). Reflections on the Natural Rate Hypothesis. *Journal of Economic Perspectives*. vol. 11, no. 1, winter 1997. Pp. 3-10.

Stiglitz, J. (2002). *El malestar en la globalización*. Buenos Aires. Taurus.

Therét, B. (Ed.). (2013). *La Moneda Develada por sus Crisis*. Universidad nacional de Colombia (Sede Bogotá). Facultad de Ciencias Económicas. Bogotá.

Uribe, J. (2005). El esquema de inflación objetivo. Experiencia en países emergentes y en Colombia. *Revista del Banco de la república*. Vol. LXXVIII. No. 932 (junio de 2005). Pp. 1-31.

Urrutia, M. & Caballero, C. (2006). *Historia del sector financiero en el siglo XX*. Bogotá. Norma.

Urrutia, M. (2002). Una visión alternativa: la política monetaria y cambiaria en la última década. *Borradores semanales de economía*. (207).

Weber, M. (1994). *Economía y sociedad: esbozo de sociología comprensiva*. FCE. México D.F.

Williamson, O. (1998). *The Economic of Institutions of Capitalism*, Free Press. New York.