
ASPECTOS INSTITUCIONALES DE LA BANCA CENTRAL EN COLOMBIA (1963-2007)

Andrés Felipe Giraldo Palomino¹

El Banco de la República (BR) es una de las instituciones económicas más importantes de la estructura Constitucional, legal y económica de Colombia y a lo largo de su historia ha sufrido cambios que han aumentado o modificado sus funciones, operación y funcionamiento, así como los objetivos y los instrumentos diseñados para alcanzarlos.

La última de esas grandes reformas es la declaración constitucional de la independencia del Banco, con el fin de velar por la estabilidad de precios en concordancia con la política económica en general (Constitución Política de Colombia 1991, Artículos 371, 372 y 373).

En este artículo se pretende analizar la nueva organización institucional del BR en comparación con la vigente entre 1963 y 1991, y establecer el impacto que han tenido dichas estructuras en la estabilidad macroeconómica colombiana en el periodo 1963-2007.

¹Magíster en Economía, se desempeña como Profesor Asistente y Director de Posgrados en Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, de la Pontificia Universidad Javeriana (Bogotá, Colombia). E-mail: a.giraldo@javeriana.edu.co. Dirección de correspondencia: Calle 40 N 6-23 Piso 7 Edificio Gabriel Giraldo, S.J. (Bogotá, Colombia).

El autor agradece los comentarios del profesor Luis García y de los evaluadores anónimos de la revista por sus agudas observaciones. Los errores que aún permanecen son propios.

Este artículo fue recibido el 26 de diciembre de 2008 y su publicación aprobada el 13 de enero de 2010.

Para alcanzar el objetivo, el trabajo se divide en ocho secciones. En la primera se presentará el marco teórico y el papel de la inconsistencia dinámica en el ejercicio de la política monetaria y del banco central en particular. Posteriormente, se expondrán los elementos de economía institucional e historia económica, y el aporte que desde la macroeconomía se puede hacer para fortalecer el análisis del rol de las instituciones en el desarrollo.

En la segunda parte, se realizará una revisión histórica del BR desde su fundación hasta la creación de la Junta Monetaria (JM). En la tercera y en la cuarta sección se revisará el funcionamiento de la JM y de la Junta Directiva (JD) del BR, respectivamente, para compararlas en el quinto segmento.

En la sexta sección se exponen los datos y la metodología a seguir. En la séptima parte se presentan los resultados del ejercicio estadístico acerca del desempeño macroeconómico de la economía colombiana bajo las dos estructuras institucionales. Por último, se formulan las conclusiones.

SOBRE LA INCONSISTENCIA DINÁMICA

En los años 1970 la revolución de las *Expectativas Racionales* en macroeconomía cambió la forma de hacer y analizar la política económica. La crisis de la economía keynesiana se reflejó en dos hechos importantes (Mankiw, 1990). El primero, teórico, fue la crítica de Friedman (1968) y Phelps (1968) a la relación estable y permanente que pronosticaba el análisis de la Curva de Phillips.

Si la economía se encontraba lejos de su tasa natural de desempleo, no era deseable usar la política monetaria para estabilizar el producto, debido a que la política de estabilización presentaba dificultades que se podían reflejar en una desestabilización macroeconómica².

El segundo hecho fue el choque petrolero y la aparición de la estanflación. Si en lugar de estabilizar el producto, la política económica podía desestabilizar aún más la economía, lo mejor que se podía hacer era dejar que la economía se ajustara sola (Lucas, 1972, 1973).

²De acuerdo con Blinder (1999) esas dificultades están relacionadas con: (1) incertidumbre del modelo que regía la economía; (2) los rezagos (endógeno y exógeno) a los que se enfrenta la política económica; (3) la necesidad de pronósticos, que ante el desconocimiento del modelo real de la economía disminuye la capacidad de proyectar con un bajo nivel de incertidumbre; (4) la decisión del instrumento con el cual se interviene; y (5) la función objetivo de las autoridades económicas (Blinder, 1999, 5-6).

Desde el punto de vista econométrico, la evaluación de impacto de la política macroeconómica presentaba mayores dificultades. Si la política económica se modificaba, las expectativas podían cambiar y por ende no se podía confiar en las predicciones de los modelos keynesianos, los cuales se sustentaban en la estabilidad de los parámetros para evaluar los efectos de la política económica. Esto se conoció como la crítica de Lucas (Lucas, 1976).

Gran parte de la idea alrededor de la capacidad de la política económica para estabilizar el producto, estuvo relacionada con las consecuencias de la Gran Depresión³. Pero luego de los hechos ocurridos a finales de los años 1960 y comienzo del decenio de 1970, la conclusión era que la política económica no debía hacer nada.

El trabajo de Kydland y Prescott (1977) fue importante para analizar el papel de la política económica en el marco del debate entre reglas y discreción. Partiendo del hecho de que los agentes forman sus expectativas racionalmente, se muestra que la política económica puede producir inestabilidad debido a que los agentes construyen expectativas de la política económica futura. Si las autoridades usan la política de manera discrecional, ésta puede alcanzar resultados que pueden ser positivos en el corto plazo, pero que en el largo plazo pueden mostrar ningún efecto.

En particular, Barro y Gordon (1983) muestran que el uso de la política discrecional contribuye a la reaparición de la tensión entre los objetivos de baja inflación y bajo desempleo, lo cual contribuye a que la política conduzca a resultados subóptimos⁴.

El aporte de Kydland y Prescott (1977) fue el comienzo de una literatura más amplia que pretendía mostrar posibles soluciones a los problemas originados por la inconsistencia dinámica⁵. Para la política monetaria, las soluciones planteadas al problema incluyen⁶:

³ Aun cuando hay trabajos que discuten el papel estabilizador de la política económica en el periodo post-Gran Depresión (Romer, 1986, 1989), el consenso que se produjo fue que la política económica podía estabilizar el producto.

⁴ Kydland y Prescott, (1977) y Barro y Gordon (1983) muestran, con el ejemplo del trade-off entre inflación y desempleo, que la presencia de la tensión entre los objetivos de menor inflación y menor desempleo, conduce a una mayor inflación, con un desempleo en su nivel de pleno empleo.

⁵ Para un compendio de la literatura ver Persson y Tabellini (1994).

⁶ Una presentación detallada de la forma de solucionar la inconsistencia dinámica, ante la presencia de un sesgo inflacionario se encuentra en Romer (2006, capítulo 10) y Walsh (2003, capítulo 8).

- Que la política económica siga reglas en lugar de discreción⁷.
- Involucrar el efecto de la reputación en la formulación de la política y de las expectativas de los agentes.
- Delegar en una institución el manejo de la política monetaria cuyas preferencias vayan en línea con una postura anti-inflacionaria⁸.
- Diseñar un contrato que permita que el banco central responda por sus obligaciones y actúe como un conducto mediante el cual la política monetaria sea afectada por el contrato que el gobierno ofrezca al banco (Walsh, 2003, 398).
- Relacionado con el punto anterior, está el diseño y la estructura institucional del banco, así como la posibilidad de que existan presiones sobre los dirigentes del banco para ejecutar determinadas políticas⁹.
- Fijar reglas relacionadas con el instrumento de política (*instruments rules*) o con un objetivo explícito (*targeting rules*). El objetivo sigue siendo el mismo: reducir la discreción de las autoridades, pero lo que se busca es hacer explícito el comportamiento de las mismas cuando se presente un choque inesperado o cuando quiera intervenir en el mercado de dinero. Incluso permitiendo la flexibilidad, los agentes conocen el comportamiento de la autoridad, reduciendo la probabilidad de que se produzca una sorpresa inflacionaria.

¿Es tan importante la inconsistencia dinámica en la determinación de la inflación?

Aunque la inconsistencia dinámica provee una explicación satisfactoria para la aparición del sesgo inflacionario, no es clara su relevancia al dar cuenta de la inflación actual, sobre todo en países industrializados¹⁰, toda vez que

⁷Bajo esta posibilidad, la tensión entre objetivos se elimina, pero existen dos limitaciones prácticas. En primera instancia, el uso de una regla impide que la autoridad monetaria pueda reaccionar ante choques exógenos. En segundo lugar, hay países que presentan un record de inflación baja y estable sin el uso de reglas monetarias (Romer, 2006, 510-511).

⁸Es el caso de la Banca Central Independiente.

⁹Para Colombia, como se mostrará más adelante, este último es el caso que se aplica, ya que la sociedad colombiana, gracias a los arreglos institucionales formales e informales, había aprendido a convivir con inflación moderada (Dornbusch y Fischer, 1992).

¹⁰No se ha encontrado una relación robusta, desde el punto de vista econométrico, entre independencia y determinación de la inflación, por lo que puede no ser lo suficientemente importante para establecer por qué la inflación está por encima de su nivel socialmente óptimo (Romer, 2006, 519).

no han presentado cambios institucionales significativos y los periodos de inflación alta han sido más la excepción que la regla¹¹.

Para el caso colombiano, algunos trabajos empíricos han mostrado que si de estabilización se trata, el BR parece no tener la tensión entre objetivos –característica de la literatura de inconsistencia dinámica–, al menos desde su independencia (Bernal, 2002; López, 2004; Giraldo, 2007).

A pesar de que el problema de inconsistencia dinámica no motiva necesariamente las actuaciones de los bancos centrales, es importante por dos razones:

[...] Primero, lo obliga a uno a examinar los incentivos a los que se enfrentan los bancos centrales [...] Segundo, si la inconsistencia dinámica es importante, entonces los modelos nos ayudan a entender los incentivos a los que se enfrentan los hacedores de política y la naturaleza de los problemas de decisión que ellos enfrentan son importantes para la tarea normativa del diseño de las instituciones que toman decisiones de política[...] (Walsh 2003, 364).

Según Mankiw (2006), el tema de inconsistencia dinámica desde el punto de vista práctico desembocó en dos cambios institucionales. El primero, relacionado con la independencia de la banca central (delegación). Y el segundo, la adopción de la estructura de inflación objetivo como un régimen de política monetaria¹².

A pesar del debate que pueda surgir alrededor de la efectividad o no de esa estructura, en el presente artículo se argumenta que más allá de la búsqueda del objetivo inflacionario, la independencia de la banca central y la adopción de la estructura de inflación objetivo contribuyen a adoptar instituciones que mejoran el desempeño de los países en el largo plazo (North, 1995; North *et al.*, 2002 y Acemoglu *et al.*, 2001, 2002, 2005).

¹¹ Como lo recuerda Mankiw (2006), aun cuando el trabajo de Kydland y Prescott ha influenciado significativamente la política monetaria frente al debate de reglas versus discreción, los cambios institucionales asociados a esa tradición teórica, no necesariamente se deben relacionar con la inconsistencia dinámica. Mankiw explica su argumento diciendo que la actuación de la Reserva Federal ha estado enmarcada más en la discreción que en el uso de una regla explícita de política monetaria y, según Alan Greenspan, citado por Mankiw, eso no necesariamente refleja irresponsabilidad o falta de juicio en el manejo monetario (Mankiw 2006, 16-17).

¹² Sin embargo, Ball y Sheridan (2005) muestran que para una muestra de 7 países de la OECD no hay evidencia para concluir que la estructura de inflación objetivo haya contribuido a mejorar el desempeño macroeconómico.

Reglas objetivo

En el debate de reglas versus discreción, el riesgo de que las autoridades económicas incurran en problemas relacionados con la inconsistencia dinámica, está asociado con la posibilidad de que el banco central o cualquier otra autoridad actúe discrecionalmente, con el fin de alcanzar objetivos de política de corto plazo, a costa del logro de otros en el largo plazo.

Sin embargo, la independencia de la banca central y la introducción de la estructura de inflación objetivo han permitido en algunos países que la política monetaria sea más transparente, tenga una mayor credibilidad y mejore la comunicación entre la autoridad y la sociedad en general.

En estas nuevas estructuras, las autoridades económicas no tienen restricción para responder ante choques, siempre y cuando el público entienda el cambio de política. Aunque el costo de una “flexibilidad reducida” depende de la naturaleza de cada una de las perturbaciones y de los objetivos de la política económica, las ganancias están asociadas a una menor tasa media de inflación (Walsh, 2003, 406).

Con respecto a las reglas objetivo, hay dos tipos: flexible y estricta¹³. En la primera, el banco central tiene en su función objetivo¹⁴ dos propósitos: minimizar la brecha inflacionaria (en relación con la meta de inflación y la inflación socialmente óptima) y minimizar la brecha del producto (con respecto al producto socialmente óptimo, que se supone es mayor que el de pleno empleo).

En este tipo de estructura no se requiere que el banco alcance la meta de inflación de manera exacta, pero sí puede ser penalizado en términos de credibilidad por parte de la sociedad, si esa desviación no es explicada claramente.

Por otro lado, bajo *la regla objetivo estricta*, el banco está obligado a alcanzar la meta de inflación, sin importar las implicaciones sobre los demás objetivos (estabilización, por ejemplo). Bajo esta estructura, el sesgo inflacionario es menor, pero si la volatilidad de los choques de oferta es elevada, la discreción puede ser preferida a la regla estricta, debido a que las fluctuaciones económicas afectarían significativamente el bienestar de la sociedad.

¹³Walsh (2003, capítulo 8) presenta un desarrollo detallado del tema.

¹⁴La definición de la función objetivo, es uno de los aspectos en que Blinder (1999) centra su discusión acerca de las limitaciones de la implementación y la ejecución de la política económica. Sin embargo, en la mayoría de países, los objetivos de política están enmarcados dentro de la Constitución y la Ley.

En conclusión, aunque la regla estricta reduce el sesgo inflacionario y elimina la posibilidad de que se presente la inconsistencia dinámica, existe la posibilidad de que sea mejor conducir la política monetaria con una regla flexible.

¿Qué tan importante es la independencia de la Banca Central?

Como se mencionó anteriormente, a pesar de que el sesgo inflacionario no necesariamente se origina por problemas de inconsistencia dinámica, el pensar la política monetaria bajo esta estructura, permite analizar la organización institucional alrededor de la política, con énfasis en los incentivos de la banca central.

Desde el punto de vista de North (1995), North *et al.* (2002) y Acemoglu *et al.* (2001, 2002, 2005), gran parte de la diferencia entre el desempeño económico de los países se centra en el surgimiento de instituciones que favorecen el crecimiento o que impiden que los países se desarrollen.

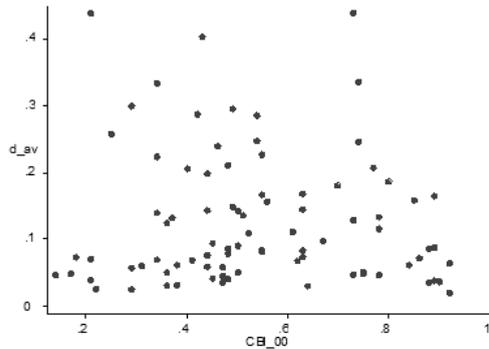
De acuerdo con esa tradición las diferencias entre las instituciones económicas son la causa fundamental de las divergencias en el desarrollo económico. Los incentivos y restricciones de las sociedades son el marco bajo el cual las sociedades actúan y toman sus decisiones, por lo que determinan de manera primaria el desempeño económico en el largo plazo.

En la Gráfica 1 se observa la depreciación real promedio de la moneda¹⁵ contra el índice de independencia de la banca central, para una muestra de 89 países. La correlación es negativa ($-0,0828$). Sin embargo, esta relación no necesariamente es causal y estadísticamente significativa, como se observará más adelante.

Walsh (2003) explica que los estudios empíricos acerca de la relación entre inflación e independencia son difíciles de interpretar porque presentan resultados ambiguos y no necesariamente causales. De acuerdo con Walsh, hay trabajos que muestran que ambas variables están determinadas por el sistema político: si este no es averso a la inflación, la independencia no necesariamente implicará una menor inflación.

¹⁵Como se explica más adelante, Cukierman (1992) recomienda el uso de esta variable para reducir el efecto de datos de episodios de hiperinflación incluidos en la muestra.

GRÁFICA 1
INFLACIÓN PROMEDIO (1961-2007) VERSUS ÍNDICE DE INDEPENDENCIA (MUESTRA DE 89 PAÍSES)



Fuente: World Development Indicators y Polillo y Guillén (2005).

A pesar de lo anterior, la literatura ha encontrado que la independencia de la banca central ha jugado un papel importante en la consecución de niveles bajos de inflación. El mecanismo teórico se puede explicar de la siguiente forma: “[...] si las presiones políticas están detrás del sesgo a la expansión económica... que conducen a un mayor sesgo inflacionario, entonces el banco central que está menos expuesto a influencias políticas debería ser capaz de alcanzar consistentemente una menor inflación [...]” (Walsh, 2003, 419).

La conclusión en la literatura es que la independencia de la banca central está correlacionada negativamente con la inflación promedio. Aunque los resultados con respecto al papel que juega su independencia en la reducción del sesgo inflacionario no son concluyentes, la independencia podría ser importante en la medida en que le da más ponderación al objetivo inflacionario (Walsh, 2003, capítulo 8).

Colombia e instituciones

En cuanto al caso colombiano, Robinson (2007) enmarca el caso colombiano en uno que es a la vez “... *excepcional* y *típico* ...” (Robinson 2007, 667) en el marco latinoamericano. Aunque es cierto que Colombia presenta algunas características particulares con respecto a los países de la región, esto llevaría a pensar que su desempeño debería ser significativamente distinto comparado con el de otros países y, en realidad, no es así.

Aún cuando la independencia de la banca central no esté necesariamente relacionada con la solución del problema de inconsistencia dinámica, la creación de instituciones que estén por fuera de la presión política a la que está expuesta un gobierno, podría garantizar un mejor récord inflacionario y, por ende, un mejor desempeño económico en el largo plazo.

La estructura de incentivos en Colombia se logró cambiar a partir de la Constitución de 1991 y la declaración formal de la independencia del BR, por lo que la política monetaria está sujeta a una menor presión política y pública, y responde a consideraciones de largo plazo.

LA BANCA CENTRAL EN COLOMBIA: EL BANCO DE LA REPÚBLICA (BR)

El BR fue creado en 1923, luego de que la Misión Kemmerer recomendara, entre otras cosas, la creación de un banco encargado de la emisión. En 1922, el Congreso había expedido las Leyes 30 y 117 en las cuales incorporó la legislación que resultó de los trabajos que emitió la Misión, que desembocaron en la creación del banco (Ley 25 de 1923). Al banco se le otorgaron las funciones relacionadas con la emisión y la política monetaria, cambiaria y crediticia (Banco de la República, 1990, XVI).

A partir de su creación y hasta 1931, Colombia contaba con un sistema monetario de patrón oro, administrado por el BR. La bonanza cafetera de la segunda mitad de los años 1920 y la indemnización otorgada por parte de Estados Unidos (separación de Panamá), causó un aumento del circulante a través de un incremento de las reservas del Banco y la consecuente elevación del nivel de precios.

Sin embargo, a finales de la década se comenzaron a sentir los efectos de la Gran Depresión, por lo que se restringieron significativamente los créditos externos a la Nación y se presentó un desbalance en el sector externo colombiano. El resultado de los desequilibrios macroeconómicos de los treinta fue conjurado con el control de cambios y la suspensión del patrón oro. La crisis económica se enfrentó internamente con un préstamo al Gobierno, que fue respaldado con utilidades futuras de las salinas terrestres de las cuales era propietario el Estado.

La Segunda Guerra Mundial constituyó el primer gran shock de oferta del país luego de la creación del BR, ante la escasez mundial de materias primas y bienes de capital. A pesar de las circunstancias, la banca comercial continuó su proceso de consolidación y también el Gobierno fue prudente

en el manejo del endeudamiento, restringiéndolo para evitar fuentes inflacionarias vía la monetización de la deuda.

El periodo de posguerra se caracterizó por cambios institucionales del Banco. Bajo la recomendación de expertos de la reserva Federal de Estados Unidos se le otorgaron nuevos instrumentos monetarios, y se le asignó la función de desarrollo económico mediante la implementación de créditos de fomento. Esas funciones, así como los nuevos instrumentos, iban acorde con la idea del Estado como un factor clave de desarrollo económico, vigente en el periodo de la posguerra (Kalmanovitz, 2000, 1).

A partir de las nuevas reformas la inflación presentó una tendencia creciente, gracias a la emisión dirigida y a los créditos de fomento, en parte presionada por el mayor déficit fiscal y su financiación con recursos de emisión.

A comienzo de la década de 1960, se presenta una nueva reforma al Banco, mediante la creación de la JM en 1963, convirtiéndose en ejecutor de las políticas formuladas por la nueva Junta. Igualmente, en esa década se destaca el Decreto-Ley 444 de 1967 o Estatuto Cambiario y de Comercio Exterior, el cual se caracterizaba por ser un régimen de control de cambios. Con éste se pretendía asignar las escasas divisas a actividades de desarrollo y de comercio exterior, en las cuales el papel del BR era primordial, dada su función de administrador de las reservas internacionales.

Esta estructura institucional del BR sufrió cambios trascendentales con la promulgación de la Constitución Política en 1991, ya que se consagró su independencia.

Los instrumentos no cambiaron con la reforma¹⁶, es decir, el Banco siguió siendo el encargado de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia. Sin embargo, su intervención ahora se limitaría a cumplir con el objetivo de la estabilidad de precios¹⁷.

¹⁶Sin embargo, el encaje no es comúnmente utilizado en la actualidad, dado que hace más incierta la labor de la intermediación financiera (Sánchez *et al.*, 2007).

¹⁷Aunque en algunas ocasiones el Banco ha reaccionado a cambios significativos en la actividad económica, cuando se estima una función de reacción tipo Taylor, con el fin de medir la aversión a la inflación y a los ciclos económicos, los resultados muestran que los ciclos económicos no son estadísticamente significativos en la estimación, por lo que se puede concluir que el objetivo único es la estabilidad de precios. Más aun, el Banco muestra una aversión mayor a los movimientos fuertes en la tasa de interés (presenta un deseo de suavizamiento) que a los ciclos mismos (ver Bernal, 2002; López, 2004; Giraldo, 2007 y 2008).

ASPECTOS INSTITUCIONALES DE LA JUNTA MONETARIA (JM)

Desde 1963 hasta 1991, la JM fue la encargada de tomar las decisiones de política monetaria, cambiaria y crediticia del país. La JM era la responsable de manejar el BR, es decir, tenía las funciones de velar por la capacidad adquisitiva de la moneda, emitir la moneda de curso forzoso y, además, legalmente debía preocuparse por la consecución de un mayor crecimiento económico del país¹⁸.

De la JM hacían parte los ministros de Hacienda y Crédito Público, de Desarrollo, de Agricultura, el Gerente del Emisor, el Jefe del Departamento Nacional de Planeación, el Director del Instituto Colombiano de Comercio Externo y dos asesores (con voz pero no voto) que eran los encargados de analizar la situación macroeconómica y las medidas de política que se adoptaran en el seno de la junta. El Gerente del BR tuvo un período promedio de 8 años, entre 1924 y 1970 y de 6 entre 1970 y 1993 (Echeverry, 1998).

A las funciones antes mencionadas, se le suma la toma de decisiones en materia fiscal, al financiar el Gobierno sin ningún tipo de contraprestación. La JM actuaba como prestamista del Gobierno a un costo cero y a través de instituciones como Proexpo, se otorgaban créditos a agentes privados que se veían favorecidos por los recursos de emisión. Esto impidió que el mercado de dinero evolucionara y el sistema financiero se desarrollara. De acuerdo con Sánchez *et al.* (2007) el mercado monetario estuvo influenciado por medidas legislativas que regularon las inversiones forzosas, lo cual hizo que la JM tomara decisiones que favorecían esa estructura legislativa mediante la represión financiera, al obligar a los banco a aumentar sus reservas obligatorias.

En 1967 fue implementado el control de cambios y en esa misma época “[...] existieron prohibiciones explícitas a la creación de obligaciones denominadas en dólares para el sistema bancario[. . .]” (Alesina, 2001, 274).

El BR era el encargado no sólo de diseñar la política crediticia sino también de ejecutarla, por lo que se observó un comportamiento positivo y dinámico en el crédito, aunque una poca profundización financiera, explicada en parte por el uso activo de los encajes como instrumento de política monetaria.

¹⁸Esta última función le fue asignada al Banco en 1950, cuando en el Gobierno de Laureano Gómez se modificó su objetivo original de velar por la estabilidad de precios y se le sumó el de crecimiento económico.

En 1974 se realizó una reforma financiera que estuvo dirigida a liberalizar el sector, de manera que este pudiera captar recursos provenientes de fuentes diferentes a la emisión primaria. El crédito se dinamizó a partir de la reforma, mejorando los indicadores de represión financiera que se habían deteriorado con el activismo monetario de la JM (Sánchez *et al.*, 2007).

La década de los ochenta fue un período de crisis, la cual llevó al colapso de los sectores externos, fiscal y bancario de algunos países de América Latina. Aún así, el sistema financiero en Colombia, desde ese entonces, ha presentado un mayor dinamismo, a lo cual contribuyó la reforma financiera de los noventa.

Mientras estuvo vigente, la JM no facilitó el desarrollo financiero debido a que la estructura institucional impedía el crecimiento del mercado de capitales. Los gobiernos de turno en el período en el que existió, no adoptaron compromisos anti-inflacionarios explícitos y dirigían la emisión hacía algunos sectores, por lo que la inflación alcanzó niveles de dos dígitos y se mantuvo en ellos hasta finales de los noventa.

El proceso de represión financiera alimentado por la estructura institucional de la banca central colombiana no iba acorde con el desarrollo de un mercado de dinero y de capitales que permitiera hacer explícitos los objetivos anti-inflacionarios. El funcionamiento que rigió hasta 1991 era uno más político que técnico, en el sentido que se otorgaban préstamos a tasas administradas a agentes que tenían poder y ejercían presiones por políticas de fomento sectorizadas y financiadas con recursos de emisión primaria.

En esa política contribuyó la presencia en la JM de ministros que de una u otra forma podían llegar a beneficiar a ciertos sectores y lograban ejercer una mayor presión a favor de ellos (ministros del gasto). El incentivo que tenía la JM era financiar con impuesto inflacionario a algunos sectores y a algunas políticas que no lo eran con recursos tributarios o de deuda.

A pesar de los anterior, y aunque la JM no contaba con objetivos anti-inflacionarios explícitos, el BR fue asumiendo implícitamente como algo negativo para el crecimiento económico tasas de inflación mayores al 30 %. Echeverry (1998) identificó que el comportamiento de la JM involucró de manera implícita un objetivo de inflación que no superara ese nivel.

En épocas donde existían grandes presiones monetarias y se generaban presiones al alza de la inflación, la JM intervenía para impedir que se sobrepasara ese techo. Cuando la inflación alcanzaba un nivel de 20 %, la JM asumía una posición expansionista y facilitaba una mayor liquidez a la economía.

El instrumento más utilizado por parte de la JM para controlar la liquidez en la economía fue el coeficiente de reservas obligatorias o encaje. El movimiento cíclico de la inflación le imprimió a ese coeficiente una volatilidad que impidió el desarrollo del sector financiero.

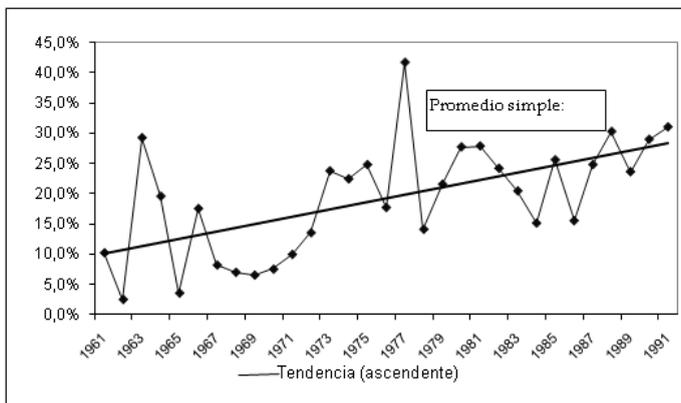
El mantenimiento implícito de una banda de inflación entre el 20 % y el 30 % y el crédito de fomento del BR, permitió que la sociedad y el sector financiero se acostumbraran a vivir en un ambiente de inflación moderada, el cual se combatía con mecanismos de indexación que mantuvieron la inflación a un nivel promedio de 25 % por más de veinte años (Dornbusch y Fisher, 1992; Echeverry, 1995).

En la Gráfica 2 se observa que entre 1963 y 1973 la inflación tuvo una tendencia creciente y a partir de ese punto convergió a un objetivo cuasi-fijo, en parte gracias a la falta de un compromiso anti-inflacionario explícito.

La inercia inflacionaria no sólo se debió a una falta de compromiso para bajar la inflación sino también a la estructura institucional de la JM y los acuerdos implícitos que identifica Echeverry (1998) cuando analiza la intervención de la JM, los instrumentos y los momentos en que lo hizo.

Las instituciones colombianas fueron cuestionadas al final de los ochenta y principio de los noventa, dado que no podían enfrentar los desafíos de una economía más abierta y competitiva (Alesina, 2001). El BR no escapó a la ola reformadora de las instituciones colombianas que se ideó en el gobierno de Virgilio Barco y que se ejecutó en el de César Gaviria.

GRÁFICA 2
INFLACIÓN ANUAL A JUNIO 1961-1991



Fuente: DANE.

ASPECTOS INSTITUCIONALES DE LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA (JD)

A partir de la Constitución de 1991, se estipuló que el BR funcionara como un banco central independiente, con autonomía administrativa patrimonial y técnica¹⁹. Está regido por una JD y en ella se toman todas las decisiones de política monetaria, cambiaria y crediticia que le permiten al BR cumplir con su objetivo constitucional: el de velar por la estabilidad de precios.

Todas sus decisiones se deben tomar en concordancia con la política económica en general. Si por alguna razón existe alguna divergencia, la función de estabilizar los precios prevalece sobre cualquier objetivo de política. Para la función de coordinación se llegó al consenso de que el Ministro de Hacienda hiciera parte de la JD. Los miembros restantes son cinco (escogidos por el Presidente de la República) y adicionalmente un gerente escogido por la JD, para un total de siete miembros.

Cada integrante de la JD es elegido para un período de cuatro años, que no coincide con el período presidencial, con el fin de que el ejecutivo no cause cambios sustanciales en la composición técnica e ideológica de la JD. Para esto mismo, el Presidente que asuma el cargo, sólo puede cambiar dos miembros.

Aunque en la discusión de la Asamblea Constituyente se ejerció fuerte presión por el riesgo de que la JD se comportara como un “rueda suelta” en la estructura del Estado, la Ley 31 de 1992 instituyó la presentación de informes al Congreso de la República, con el fin de que el Banco rinda cuentas de sus políticas. El informe de la JD al Congreso contiene las políticas adoptadas, sus resultados, el estado de las variables macroeconómicas y la perspectiva de comportamiento de la economía.

La importancia de la reforma constitucional radicó en la determinación de un objetivo específico y claro: combatir la inflación. Para esto, se mantuvieron los instrumentos de política y se agregó el institucional.

La independencia del Banco, aunque no lleva directamente a reducir la inflación, busca recuperar la credibilidad y solucionar el problema de la indexación como una forma de mantener la inercia inflacionaria y perpetuar la inflación como en el periodo de la JM. El interés de la JD por reducir la inflación se convierte en un interés nacional, generando un clima de apoyo, credibilidad y confiabilidad ante las decisiones que se tomen en el BR.

¹⁹Constitución Política de Colombia, artículo 371.

A pesar de lo anterior, la independencia de la banca central en Colombia es real, pero limitada (Alesina, 2001; Kalmanovitz, 1997b). La presencia del Ministro de Hacienda como presidente de la JD le introduce presiones a las decisiones de política que la JD tome en un momento específico²⁰.

Dados los conflictos que se podían generar en materia de política económica, la Corte Constitucional manifestó que si los objetivos monetarios entraban en conflicto con el Plan de Desarrollo, los primeros debían rendirse a los propuestos por este²¹. Aunque esa reglamentación de la Corte puede afectar la independencia del BR, facilita aún más la coordinación macroeconómica en un diálogo entre la JD y el gobierno²².

Otra característica institucional de la independencia del BR es la restricción a la emisión monetaria a favor del Gobierno, como forma de financiación del déficit. Aunque la Constitución no la excluye del todo, impone una limitación que en la práctica podría significar una eliminación²³. Si en algún momento el Gobierno necesita financiamiento, lo debe solicitar explícitamente a la JD y la votación a favor debe ser unánime o de lo contrario es imposible llevarlo a cabo.

También se eliminaron los créditos a entidades privadas, que en el pasado se habían vistos favorecidas, ya que se otorgaban bajo tasas administradas que no reflejaban el comportamiento real del mercado de dinero. De esta manera, el Banco puede influir de mejor manera en la determinación de la tasa de interés, producto de la interacción entre la oferta y la demanda de dinero.

Aunque el BR interviene en el mercado de deuda pública, no participa directamente; lo hace en el mercado secundario de dinero. La intervención del Banco en ese mercado permite ayudar a elevar la transparencia en el mercado, realizando restricciones o expansiones de la base monetaria mediante la compra y venta de bonos. Con esta participación, no se contradice

²⁰Alesina (2001) identifica dos momentos de la historia del país en los cuales la independencia del Banco de la República corrió serios riesgos y por momentos sufrió presiones para su inmediata reforma, con el fin de reducir la autonomía que constitucionalmente se tenía (Alesina, 2001, 278-281).

²¹Corte Constitucional, Sentencia C-481 de 1999.

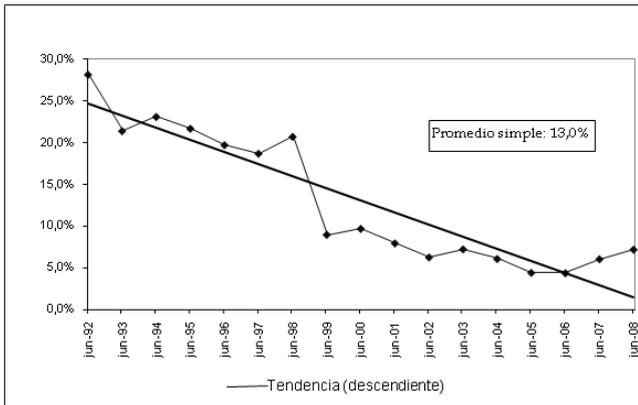
²²Con respecto a la capacidad técnica de los asesores económicos de la JD y del gobierno, Kalmanovitz (2003b) señala que la mayor capacidad del BR sobre el Ministerio de Hacienda puede sesgar las decisiones a favor del Banco, dado que no se cuenta con un contrapeso en el diálogo que ambas instituciones realizan (Kalmanovitz 2003b, 62).

²³Sin embargo, la posibilidad de que un presidente reelegido afecte el componente técnico e ideológico de la JD puede causar un mayor sesgo inflacionario.

la pretensión de la ley de evitar la financiación de la política fiscal por medio de emisión.

La Gráfica 3 muestra el comportamiento de la inflación durante la vigencia de la JD. Se observa una tendencia decreciente, lo que indicaría el logro del objetivo constitucional de mantener el nivel de precios.

GRÁFICA 3
INFLACIÓN ANUAL A JUNIO 1992-2008



Fuente: DANE.

COMPARACIÓN INSTITUCIONAL DE LA JM Y LA JD DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

El cambio constitucional realizado en 1991 constituyó una reforma profunda de la estructura institucional del BR. La JD ha ganado respetabilidad ante la opinión pública que ve en su objetivo de reducción de la inflación uno compatible con el crecimiento y el desarrollo de largo plazo.

La JM tenía con los mismos instrumentos con que cuenta la JD. La Constitución y la Ley le dan al Banco la responsabilidad de manejar la política monetaria, cambiaria y crediticia, aunque la operatividad de ellas es distinta para cada uno de los regímenes institucionales del banco central en Colombia. La JD hace menos intervención en el mercado con las reservas obligatorias, en comparación con la estructura anterior; en cambio utiliza la tasa de intervención, mediante la cual muestra su postura monetaria a los agentes del mercado y así mismo utiliza las OMA's de expansión y de

contracción para controlar la liquidez. Con estos dos instrumentos el BR interviene en el mercado financiero y no interfiere directamente en el proceso de creación secundaria de dinero.

La estabilidad del Gerente del BR fue una característica de la JM y hasta ahora lo ha sido de la JD. El Gerente es el vocero de la JD, junto con el Ministro de Hacienda, comunica la política que ejecutará el Banco en coordinación con el Gobierno.

La rotación de los miembros de la Junta fue mayor en el periodo de la JM que en el de la JD. En la primera, los miembros eran Ministros, mientras que en la segunda son miembros con periodos fijos de 4 años²⁴. Sin embargo, la norma ha sido nombrar como Codirectores a miembros del Gobierno, con lo cual se podría lesionar la independencia de la JD. De acuerdo con Hernández (1991, citado por Alesina, 2001), sin tener en cuenta los miembros de la primera JD, el resto ha hecho parte del Gobierno de turno y sólo uno provenía de un ambiente netamente académico (Alesina 2001, 278)²⁵.

Aunque la JD no tiene la función de crecimiento, la revisión de la política macroeconómica en general es levemente similar a la que se hacía en la JM. Con la reforma constitucional se reconoce que la estabilidad de precios es el logro con el cual el Banco contribuye a un mejor y menos incierto ambiente económico. La JD tiene la obligación constitucional de revisar la política económica general y que la política anti-inflacionaria vaya en la misma dirección.

Esto tiene su punto a favor, en el sentido que hace más gradual y menos costosa la reducción de la inflación. La JD reacciona a los shocks externos o internos de manera pronta y sin ningún tipo de consulta a la política económica del Gobierno²⁶.

La diferencia institucional más clara es que la JD del BR es una institución independiente y no responde a ningún tipo de presión política. Elster (1996) afirma que la independencia de la banca central es un paso hacia delante en la división de poderes, ya que le impide al Ejecutivo utilizar el

²⁴El Presidente tiene la potestad legal de cambiar a dos de ellos en la mitad del periodo presidencial, con lo cual no tiene la posibilidad de modificar significativamente la composición de la JD, castigando a los miembros con menor desempeño y premiando a los de mejor desempeño (Romer y Romer, 1997).

²⁵En 2009, otro miembro de la academia fue nombrado como codirector del BR.

²⁶Como lo demostró en el periodo 1998-1999 cuando absorbió los ataques especulativos mediante la intervención en el mercado cambiario. La conveniencia o no de esta intervención y el resultado alcanzado no es motivo de análisis en el presente artículo.

poder monetario para financiar sus requerimientos de gasto. Es un instrumento que busca disciplinar fiscalmente al Gobierno, al darse cuenta que los recursos de señoreaje están limitados a la operatividad del Banco y no al deseo o no de emitir para financiar un monto determinado de gasto.

De esta manera, el BR busca que el interés nacional de reducir la inflación, como se pactó en el acuerdo constitucional de 1991, sea lo primordial, y evitar que la institución sea permeable a presiones de tipo político o de un sector económico que beneficie a unos pocos en detrimento de la mayoría. Contrario al funcionamiento de la JM, la política monetaria responde a consideraciones técnicas con un objetivo explícito y claro: la estabilidad del nivel de precios. En este sentido se podría afirmar que el problema de la inconsistencia dinámica es abordado por la Constitución.

En concordancia con lo anterior, otra diferencia radica en la limitación que tiene la JD para financiar con recursos de emisión una cierta cantidad de gasto. La Constitución condiciona la emisión a la aprobación por parte de la JD mediante votación unánime. Sin embargo, el solo hecho de que bajo ciertas condiciones sea posible y que éstas se puedan reunir en una coyuntura política particular con la reelección presidencial, pone en peligro el programa de reducción de la inflación y aumenta la incertidumbre acerca del compromiso anti-inflacionario del Ejecutivo.

En el mismo sentido, se eliminó por completo la emisión destinada a *facilitar* el financiamiento del sector privado, función que tenía permitida la JM y que utilizó sin ningún tipo de restricción, cumpliendo el papel que se la había otorgado de fomentar políticas de desarrollo sectorial (Echeverry, 1995, 1998).

Sin embargo, –y como sucedió en alguna medida en la JM–, la presencia del Ministro de Hacienda en la JD puede confundir los objetivos del Gobierno y del Banco y, por tanto, la opinión pública podría no percibir las responsabilidades reales de cada uno. La responsabilidad monetaria recae sobre la JD, en la cual participa el Ministro y la responsabilidad fiscal recae sobre este. Esa confusión le resta credibilidad al Banco como institución, ya que los éxitos son asumidos por el Gobierno y los fracasos (como lo fue la mayor parte de la década de los noventa), repercuten en la credibilidad de las políticas del Banco, elevando el costo de la política anti-inflacionaria (Kalmanovitz, 1997a, 2003b).

A pesar del avance en la estructura institucional, el problema de inconsistencia dinámica puede aparecer con la aprobación de la reelección presidencial por parte del Congreso de la República. El Presidente va a poder

nombrar 5 miembros (dos Codirectores en el primer período, otros dos en el segundo y el Ministro) y si a esos cinco se suma alguno que renuncie antes del vencimiento de su periodo, se puede decir que el Presidente puede contar con mayoría absoluta y aumentar la incertidumbre acerca del compromiso de la estabilidad de precios y de la emisión primaria para financiar gasto público.

DATOS Y METODOLOGÍA

En primera instancia, para analizar el efecto que tiene la independencia de la banca central sobre la inflación y su variabilidad, se usarán datos de inflación promedio entre 1961-2007 para 89 países. Estos fueron tomados del World Economic Indicator. En esta serie, el índice de precios al consumidor está con base en el año 2000.

Para el índice de independencia del banco central (CBI), se toma el índice de independencia legal calculado por Polillo y Guillén (2005), el cual se basa en la metodología propuesta por Cukierman (1992). Este índice se encuentra entre 0 y 1 (1 es muy independiente y 0 no lo es).

De acuerdo con Polillo y Guillén (2005), este indicador es válido porque:

1. La adopción legal de la independencia del banco central es un paso importante para la reducción de las expectativas de inflación por parte de los agentes.
2. Permite evaluar el papel que ha jugado el proceso de globalización de las economías en la adopción y consolidación de la independencia de la banca central.
3. Es una aproximación a la capacidad institucional de un país que permite garantizar la credibilidad en las políticas económicas.

Aunque la literatura ha mostrado una correlación negativa entre inflación promedio e independencia (Bade y Parkin 1988; Cukierman, 1992; Alesina y Summers 1993, entre otros), es necesario llamar la atención acerca de la dificultad en interpretar los resultados en términos de la literatura sobre inconsistencia dinámica (Walsh, 2003) o de causalidad entre las dos variables (Pollard, 1993; Hayo y Hefeker, 2008; Jácome y Vázquez, 2008).

Para calcular el efecto que tiene la independencia sobre la inflación, se estima una regresión en la cual la variable dependiente es definida como:

$$d_t = \frac{\pi_t}{1 + \pi_t} \quad (1)$$

Siendo d_t la tasa de depreciación en el valor real de la moneda y π_t la tasa de inflación²⁷. Para efectos de la regresión, la variable dependiente será d_{av} la cual es el resultado de tomar el promedio de las d_t para todo el periodo de la muestra.

La variable independiente es CBI_t que corresponde al índice de independencia del banco central en el momento t (tomado de Polillo *et al.*, 2005).

Y las de control son:

- D_{61} : tasa de depreciación en el año 1961. Esta variable, al igual que en los modelos de crecimiento, es incluida para capturar la importancia de la inflación inicial en la variable endógena.
- *latin, asia y africa*: variables dummy regionales.
- *cagdp*: balance de cuenta corriente como porcentaje del PIB.
- *fdigdp*: inversión extranjera directa (flujos hacia dentro del país) como porcentaje del PIB.
- *finan*: M3 con respecto al PIB, como *proxy* de profundización financiera.
- *ncagdp*: cuenta neta de capital como porcentaje del PIB.
- *dsnca*: desviación estándar de la cuenta neta de capital.

Con el fin de capturar el papel que ha ejercido el banco central en la volatilidad de la inflación, se estimará otro modelo en el cual la variable dependiente sea d_{var} , la cual es definida como la varianza de la tasa de depreciación.

En segundo lugar, se sigue la metodología de Benati (2005), según la cual se construyen medidas cuantitativas que permiten evaluar el desempeño macroeconómico de la economía británica, bajo distintos regímenes monetarios.

En el presente trabajo se busca evaluar el desempeño macro, pero en los dos regímenes institucionales. La limitación de la metodología radica en que el

²⁷Esta variable se especifica de esa manera por dos motivos: “[...] en primer lugar, las pérdidas reales de tenencia de dinero está mejor representada por d que por π . En segundo lugar,[...] porque modera el efecto de datos atípicos[.]” (Cukierman 1992, 418), es decir, datos de episodios de inflación como los presentados en Argentina, Bolivia, Brasil, Zimbabue, entre otros.

periodo de la JD no ha sido lo suficientemente largo, pero se puede aproximar al desempeño hasta ahora, sin deducir nada acerca del largo plazo bajo el último régimen.

Los datos para la segunda parte, son tomados de la base de datos del Fondo Monetario Internacional, y se van a trabajar anual y trimestralmente.

Los periodos definidos son los siguientes:

- JM: a partir de la creación de la JM, hasta la reforma constitucional de 1991 (1963-1991).
- JD: a partir de la reforma constitucional que le otorgó la independencia al BR, hasta el *sudden stop* de 1998 identificado por Restrepo (2005) como un primer periodo de desinflación (1992-1998).
- *Post-sudden stop*: a partir del choque en la economía colombiana, el cual aceleró la adopción del régimen de inflación objetivo propiamente dicho, hasta el 2007 (1999-2007).

DESEMPEÑO MACROECONÓMICO BAJO LAS DOS ESTRUCTURAS INSTITUCIONALES

Inflación e independencia

Los resultados de la regresión son mostrados en el Cuadro 1. La correlación entre las dos variables es negativa, pero no se puede concluir nada acerca de la relación causal entre las mismas.

Las únicas variables significativas son inflación inicial y región latinoamericana (al 1 %) y región asiática (al 5 %). Lo anterior puede ser producto de un problema de medición en el índice o debido a que pueden existir características específicas de cada país o región que lleven a concluir que hay factores que pueden afectar la inflación y además estar correlacionados con la medida de independencia.

En el caso de los resultados del Cuadro 1, esto se debería a la inclusión de variables que pueden ser importantes para explicar las diferencias entre países con respecto a las tasas de inflación y que no necesariamente están relacionadas con la independencia de la banca central. En particular, la inflación inicial y el componente regional (por ejemplo, América Latina), son factores importantes que pueden establecer esas divergencias.

En cuanto a la varianza de la depreciación real, la correlación es negativa ($-0,0606$), acorde con la literatura, pero las regresiones no dan indicios de

que se presente una relación de causalidad entre varianza de la depreciación real de la moneda e independencia de la banca central (Cuadro 2). Un resultado que llama la atención es la relación positiva que se presenta en la regresión cuando se incluyen todas las variables (columna 3, Cuadro 2); a mayor independencia, mayor variabilidad de la depreciación real de la moneda (con una significancia del 5 %).

Para analizar el caso particular colombiano, se realizó una regresión entre inflación²⁸ (mensual) y una dummy²⁹ que toma el valor de 1 a partir de la declaración constitucional de independencia. En este caso, se observa que la independencia jugó un papel importante en el análisis de serie de tiempo³⁰.

Sin embargo, estos resultados dejan de ser robustos cuando se incluyen otras variables, reafirmando lo que se había mencionado anteriormente: es probable que la relación entre independencia e inflación no sea causal y se necesite profundizar en ella, con el fin de encontrar las causas fundamentales de la inflación desde el punto de vista institucional.

Al igual que en el presente trabajo, Hayo y Hefeker (2008) y Jácome y Vázquez (2008) afirman que de los análisis econométricos no se pueden concluir que efectivamente la independencia de la banca central conduzca a una inflación más baja y estable. Hayo y Hefeker (2008) dan 4 razones para concluir que esa relación no necesariamente es causal:

1. La independencia de la banca central es solamente una herramienta institucional para la política monetaria.
2. En la práctica la mayor parte de bancos centrales cuentan con independencia instrumental (no necesariamente asociada a la independencia legal).
3. La independencia no es necesariamente una variable exógena, debido a que la decisión de otorgarle autonomía a un banco central podría estar asociada a problemas macroeconómicos que incluyen una elevada inflación. Por tanto, se presentaría un problema de endogeneidad en las regresiones presentadas.

²⁸La cual no tiene raíz unitaria.

²⁹De acuerdo con Kennedy (2008), este tipo de variables son específicas a una observación, dado que son usadas en series de tiempo.

³⁰Si se incluye una variable dummy relacionada con el tipo de partido que estuvo en el poder (liberal= 1, otro= 0), se encuentra que el efecto partido es positivo y estadísticamente significativo (ver Cuadro 3).

CUADRO 1
DEPRECIACIÓN PROMEDIO EN EL VALOR REAL DE LA MONEDA VERSUS PROXY DE INDEPENDENCIA

	-1	-2	-3	-4	-5	-6
Observaciones	88	47	47	85	47	47
Var. Dependiente	d. av	d. av	d. av	pi. av	pi. av	pi. av
C	0,1473401*	0,0362878	-0,008175	0,9456971**	-0,1385938	-0,3473345
cbi_00	-0,0388136	0,0233131	0,0627788	-0,5616299	0,35773865	0,5079018
d_61		1,401808*	1,013726*			
latin			0,0878058*			0,7149811*
Asia			0,0485446**			0,1756058
africa			0,0416463			0,1471762
pi_61					6,238576*	3,520,145
R-squared	0,0069	0,4878	0,6787	0,0069	0,1968	0,3634
Adjusted R-squared	-0,0047	0,4645	0,6395	-0,0047	0,1603	0,2858
F-statistic	0,59	209,500	173,200	0,6	5,39	4,68
Prob(F-statistic)	0,4433	0	0	0,4424	0,0081	0,0018

Nota: d_{av} es la depreciación real promedio 1961-2007, cbi_{00} es el índice de independencia en el año 2000, d_{61} es la depreciación real de la moneda en 1961, *latin*, *asia* y *africa* son dummies regionales, pi_{av} es la inflación promedio 1961-2007 y pi_{61} es la inflación en el año 1961.

(*) Significativo al 1 %; (**) significativo al 5 %.

Por otro lado, se incluyeron como variables control:

- *cagdp*: cuenta corriente como proporción del PIB.
- *ncagdp*: cuenta neta de capital como proporción del PIB.
- *finan*: promedio de la proporción oferta monetaria ampliada con respecto al PIB, como medida de la profundización financiera del país.
- Con el fin de analizar si es posible que la depreciación real promedio de un país esté determinada por factores internacionales y de profundización financiera. Sin embargo, ninguna de esas variables resultó siendo significativa, a excepción de *cagdp* (significativa al 10 %) y *finan* (significativa al 10 %) cuando se incluyen juntas, mejorando la significancia de cbi_{00} , pero cambiándole el signo. Por lo tanto, no se puede concluir con certeza que esas variables sean determinantes de la depreciación de la moneda o de la inflación.

Fuente: elaboración propia.

CUADRO 2
 VARIANZA DE LA DEPRECIACIÓN PROMEDIO EN EL VALOR REAL DE LA MONEDA VERSUS PROXY DE
 INDEPENDENCIA

	-1	-2	-3
Observaciones	88	47	47
Var. Dependiente	d_var	d_var	d_var
C	0,0273829*	-0,0068273	-0,0175656**
cbi_00	-0,0094168	0,0135735	0,0228922**
d_61		0,3183849*	0,2160785*
Latin			0,0228337*
Asia			0,0134863**
africa			0,0070306
R-squared	0,0037	0,3785	0,6787
Adjusted R-squared	-0,0079	0,3503	0,6395
F-statistic	0,3200	134,000	173,200
Prob(F-statistic)	0,5755	0,0000	0,0000

Nota: $d_{0,0r}$ es la varianza de la depreciación real promedio 1961-2007, cbi_{00} es el índice de independencia en el año 2000, d_{61} es la depreciación real de la moneda en 1961 y *latin*, *asia* y *africa* son dummies regionales.

(*) Significativo al 1 %; (**) significativo al 5 %.

Fuente: elaboración propia.

CUADRO 3
INFLACIÓN EN COLOMBIA VERSUS DUMMY DE INDEPENDENCIA

Dependent Variable: PI

Method: Least Squares

Sample (adjusted): 1955M07 2008M11

Included observations: 641 after adjustments

White Heteroskedasticity Consistent Standard Errors & Covariance

	-1	-2	-3	-4
No. de Observaciones:	641	641	639	639
C	0,158448*	0,125102*	0,120729	
INDEP	-0,034753*	-0,024748*	0,000971	
LIB		0,057392*	0,002278	
AR(1)			1,593056*	1,594259*
AR(2)			-0,59342*	-0,594366*
MA(12)			-0,848291*	-0,8509*
R-squared	0,0462	0,1854	0,9919	0,991846
Adjusted R-squared	0,0447	0,1828	0,9918	0,99182
S.E. of regression	0,0741	0,0686	0,0068	0,006828
Sum squared resid	35,122	29,997	0,0296	0,029651
Log likelihood	7,592,321	8,097,839	22,823,400	2,281,325
Durbin-Watson stat	0,0201	0,0312	21,262	-7,130,908
Akaike info criterion	-23,627	-25,173	-71,247	-710,997
Schwarz criterion	-23,487	-24,964	-70,828	2,125,826
F-statistic	309,504	725,912	154,486,400	
Prob(F-statistic)	0	0	0	
Mean dependent var	0,1471	0,1471	0,1476	0,1476
S.D. dependent var	0,0759	0,0759	0,0755	0,0755

Nota: (*) Significativo al 1 %; (**) significativo al 5 %.

Fuente: elaboración propia.

Desempeño económico y banco central en Colombia

Tasa de crecimiento del producto e inflación

La primera comparación que se muestra es el crecimiento del PIB, del consumo, de la inversión y de la inflación. De acuerdo con los datos del Cuadro 4, se observa que el promedio de crecimiento es menor a partir de la independencia de la banca central, aunque después del *sudden stop* la economía ha alcanzado un nivel cercano al presentado antes de otorgársela.

Aunque la inflación es menor a la del periodo de la JM, es importante notar que fue después del *sudden stop* que bajó a niveles de un dígito³¹.

³¹ Edwards (2004) identifica que uno de los efectos que un *sudden stop* tiene sobre la economía es una “fuerte” contracción real, que se manifiesta en un aumento de la volatilidad en las variables que componen el PIB, como se aprecia en el Cuadro 5.

CUADRO 4
PROMEDIO TASAS DE CRECIMIENTO

Variables	JM 1963-1991*		JD 1991-2007		JD hasta el <i>Sudden Stop</i> 1991-1999		Post- <i>Sudden Stop</i> 1999-2007	
	A	T	A	T	A	T	A	T
PIB	4,6 %		3,5 %	2,4 %	2,8 %	2,4 %	4,3 %	2,3 %
Consumo	4,0 %		3,3 %	3,2 %	2,8 %	4,0 %	3,8 %	2,9 %
Gasto**	7,6 %		6,2 %	4,6 %	11,4 %	12,5 %	1,0 %	1,0 %
Inversión	4,2 %		6,2 %	6,0 %	0,6 %	-2,4 %	11,8 %	9,7 %
Exportaciones	7,1 %		4,6 %	5,5 %	2,5 %	6,0 %	6,7 %	5,3 %
Importaciones	5,1 %		7,3 %	6,6 %	6,4 %	3,3 %	8,2 %	8,1 %
Inflación IPC***	20,2 %		13,4 %	13,2 %	20,3 %	20,1 %	6,5 %	6,4 %
Inflación Deflactor	23,3 %		7,0 %	10,4 %	18,7 %	16,9 %	6,8 %	7,5 %

Nota: Los datos corresponden a tasas de crecimiento. Para los datos trimestrales se tomó la tasa de crecimiento anualizada.

* Datos anuales disponibles desde 1968 usando la base de datos del FMI.

** Datos del FMI base 2000.

*** Inflación a junio.

A= Anual, T= Trimestral.

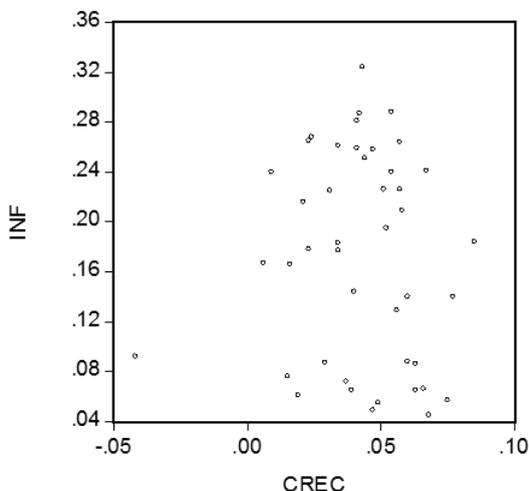
Datos trimestrales desde 1994. Fuente: DANE, Banco de la República, Fondo Monetario Internacional.

De acuerdo con lo anterior, no sorprende que la inflación haya presentado una fuerte caída³². A partir de ese entonces, la JD ha mantenido una política gradual de descenso en la inflación, la cual ha sido conducida con un régimen de inflación objetivo, que ha permitido mantener la tasa de inflación en niveles de un dígito (Restrepo, 2005).

Si se analizan los datos de inflación y crecimiento se observa una correlación negativa de $-0,055$ para datos anuales (Gráfica 4) y de $-0,21$ para datos trimestrales (Gráfica 5)³³. Sin embargo, en este último caso se aprecia algo particular: una acumulación de datos en la zona alta de la gráfica y otra en la zona baja. Esto podría deberse a cambios en las expectativas de inflación o a choques de oferta que cambiaron la curva de Phillips (aumentada por expectativas).

GRÁFICA 4

TASA DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO (ANUAL) VS INFLACIÓN



Fuente: elaboración propia.

No obstante, esta evaluación desborda los objetivos del trabajo. Los datos de la zona baja, corresponden a la época de inflación de un dígito (1999-

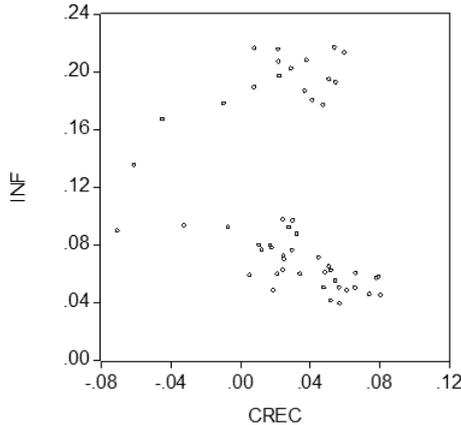
³²Clavijo (2000) denomina una “desinflación fortuita” “[...]como la resultante de una desaceleración económica temporal, la cual deprime la demanda agregada e inhabilita temporalmente los mecanismos de indexación de la economía” (Clavijo, 2000, 2).

³³Esta relación es similar a la encontrada en los trabajos que muestran que la inflación es negativa para el crecimiento en el largo plazo. Sin embargo, esos hallazgos se han obtenido en análisis de corte transversal para una muestra de varios países (De Gregorio, 1993).

2007), en cuyos primeros años el crecimiento fue bajo. Posteriormente, se presentan tasas de crecimiento del PIB más altas.

GRÁFICA 5

TASA DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO (TRIMESTRAL) VS INFLACIÓN



Fuente: elaboración propia.

Estabilidad: fluctuaciones económicas

El Cuadro 5 muestra las desviaciones estándar de la inflación y de las variables que componen el PIB, de acuerdo con los periodos analizados. Se observa que los ciclos del PIB, así como sus componentes, han sido más pronunciados en la fase de la JD y *post-sudden stop*, que en la época de la JM. La volatilidad del PIB aumentó entre la JM y la JD, aunque entre esta última y el periodo *post-sudden stop* disminuyó.

El componente más cíclico del PIB, la inversión, multiplicó la volatilidad por dos, con respecto al periodo en el cual la JM estuvo vigente. Sin embargo, después del *sudden stop* retornó a niveles similares a los presentados en la época de la JM.

Por su parte, el consumo mantuvo su volatilidad en promedio, aunque es levemente inferior desde la reforma constitucional.

Una posible razón del aumento en la volatilidad es el cambio estructural que presentó la economía colombiana después de la Constitución de 1991, ante la mayor exposición frente a choques internacionales, así como el aumento de la vulnerabilidad luego de la crisis de 1998.

CUADRO 5
DESVIACIÓN ESTÁNDAR TASA DE CRECIMIENTO

Defenders	JM		JD		JD hasta el <i>Sudden Stop</i>		Post- <i>Sudden Stop</i>	
	1963-1991*		1991-2007		1991-1999		1999-2007	
Variables	A	T	A	T	A	T	A	T
PIB	2,00 %		2,80 %	2,70 %	3,30 %	1,80 %	2,20 %	3,00 %
Consumo	2,50 %		3,40 %	2,90 %	4,30 %	2,80 %	2,50 %	3,00 %
Gasto**	11,10 %		7,70 %	7,40 %	6,70 %	8,40 %	4,60 %	3,00 %
Inversión	6,40 %		13,90 %	19,80 %	17,20 %	16,60 %	6,90 %	20,20 %
Exportaciones	13,40 %		8,10 %	5,10 %	7,70 %	4,50 %	8,40 %	5,40 %
Importaciones	10,80 %		10,80 %	2,70 %	14,80 %	1,80 %	5,70 %	3,00 %
Inflación IPC***	9,00 %	8,00 %	8,10 %	7,80 %	5,40 %	4,70 %	1,80 %	1,60 %
Inflación Deflactor	8,70 %		7,00 %	5,30 %	4,20 %	2,30 %	2,50 %	3,30 %

Nota: Los datos corresponden a tasas de crecimiento. Para los datos trimestrales se tomó la tasa de crecimiento anualizada.

* Datos anuales disponibles desde 1968 usando la base de datos del FMI.

** Datos del FMI base 2000.

*** Inflación a junio.

A= Anual, T= Trimestral.

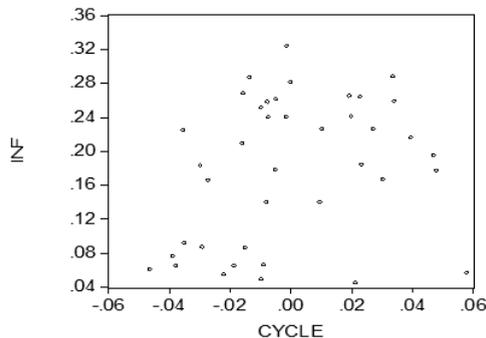
Datos trimestrales desde 1994.

Fuente: DANE, Banco de la República, Fondo Monetario Internacional.

Contrario al comportamiento de las variables reales, la inflación presenta una tendencia a ser más estable. Aun sin alcanzar inflaciones de un dígito, en el periodo denominado JD (antes del *sudden stop*), se observa que la volatilidad es inferior a la época de la JM, evidenciando que el objetivo de reducir la inflación, luego de la reforma constitucional, se estaba alcanzando de manera gradual. Lo mismo se puede observar luego del *sudden stop*.

Por otro lado, si se analiza la inflación y el componente cíclico del PIB³⁴, denominado *cycle*, se observa una relación positiva entre las dos variables. Para datos anuales la correlación es de 0,29 (Gráfica 6) y para datos trimestrales es de 0,22 (Gráfica 7).

GRÁFICA 6
INFLACIÓN VS COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB (ANUAL)



Fuente: elaboración propia.

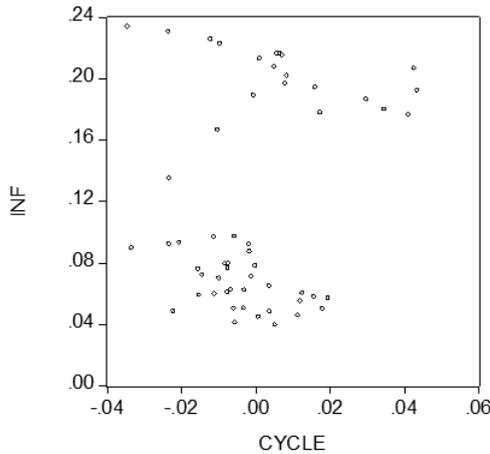
Esta correlación positiva va en línea con la literatura, dado que cuando el PIB se encuentra por encima del potencial, se presentan presiones inflacionarias que llevan a que el banco central tome acciones.

La posibilidad de que el BR estuviera siguiendo una regla objetivo estricta, que por mandato constitucional y legal debía seguir, redujo el incentivo de la institución para estabilizar la economía. Luego del *sudden stop*, a finales de 1999, la JD adoptó de manera explícita la estructura de inflación objetivo como forma de conducir la política monetaria.

³⁴ Calculado por la metodología del filtro de Hodrick-Prescott.

GRÁFICA 7

INFLACIÓN VS COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB (TRIMESTRAL)



Fuente: elaboración propia.

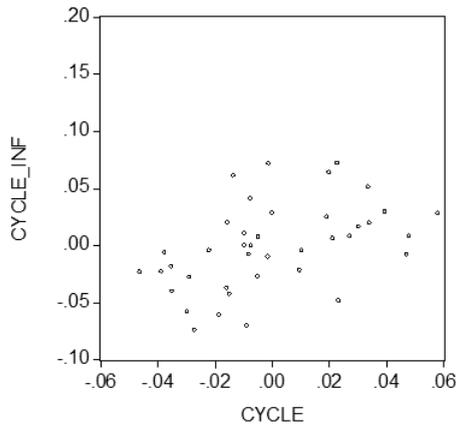
Se han realizado trabajos en los cuales se estima la importancia de los ciclos económicos al momento de cambiar la tasa de interés y para identificar presiones inflacionarias, se ha encontrado que no son relevantes al tomar las decisiones. Aunque se analiza la situación de la economía real (en las minutas se puede ver que es recurrente el análisis del producto y del empleo), los datos indican que no es estadísticamente significativo el ciclo económico para cambiar la tasa de interés de intervención (Bernal, 2002; López, 2004; Giraldo, 2007).

Por tal razón, aun cuando el ciclo económico sirve en el momento de analizar la situación de la economía real, sólo es importante para identificar presiones inflacionarias y saber si la inflación se está alejando o acercando a su meta. En conclusión, en Colombia, de acuerdo con los datos, se sigue un regla objetivo estricta.

ESTABILIDAD: CURVA DE PHILLIPS

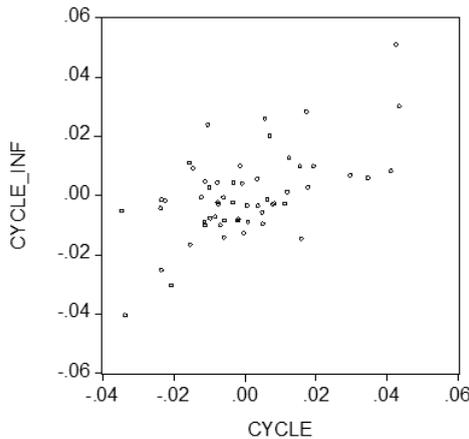
La relación de Phillips de las gráficas 8 y 9 muestra la correlación entre el componente cíclico de la inflación ($cycle_{inf}$) y el componente cíclico del producto ($cycle$). Se observa que la correlación es positiva: 0,469 y 0,592, respectivamente.

GRÁFICA 8
CORRELACIÓN ENTRE COMPONENTE CÍCLICO DE PIB Y DE INFLACIÓN
(DATOS ANUALES)



Fuente: elaboración propia.

GRÁFICA 9
CORRELACIÓN ENTRE COMPONENTE CÍCLICO DE PIB Y DE INFLACIÓN
(DATOS TRIMESTRALES)

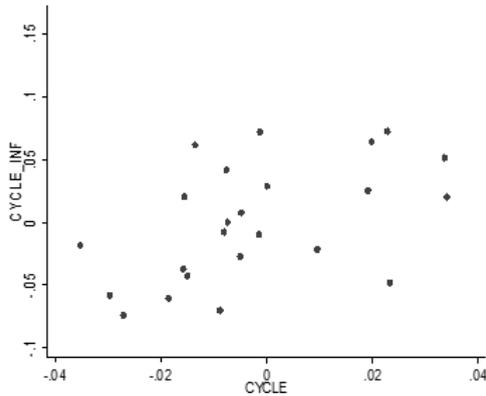


Fuente: elaboración propia.

Si se divide la serie de acuerdo con los dos regímenes institucionales (las gráficas 10 y 11), se observa que en ambos se presenta una correlación positiva, es decir hay evidencia estadística de que en Colombia se presenta una curva de Phillips³⁵.

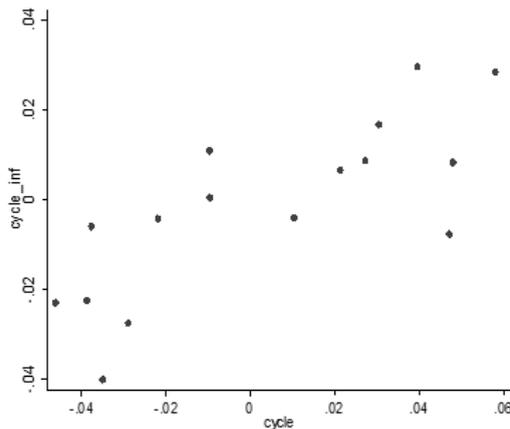
³⁵Es decir, una relación negativa entre inflación y desempleo, por la ley de Okun.

GRÁFICA 10
CORRELACIÓN ENTRE COMPONENTE CÍCLICO DE PIB Y DE INFLACIÓN
(JM, CORRELACIÓN=0, 5077)



Fuente: elaboración propia.

GRÁFICA 11
CORRELACIÓN ENTRE COMPONENTE CÍCLICO DE PIB Y DE INFLACIÓN
(JD, CORRELACIÓN=0, 7705)



Fuente: elaboración propia.

A pesar de la correlación positiva, la relación entre las dos variables ha cambiado. Lo muestra la regresión entre la variable $cycle_{inf}$ y $cycle$. El Cuadro 6 resume los resultados. Si la desviación estándar de los residuos es baja, la relación entre los componentes cíclicos de la inflación y el producto

es estable (Benati, 2005). Comparando el resultado entre los dos regímenes institucionales, se puede concluir que hay una correlación positiva entre la independencia de la banca central y la estabilidad de la relación de Phillips.

Con respecto a la JM, la desviación bajó cerca de 70 %; es decir, luego de la reforma constitucional, la relación entre las dos variables es más estable. Así mismo, la desviación después del *sudden stop* y luego de la adopción formal del régimen de inflación objetivo es menor, con relación al periodo anterior al choque.

CUADRO 6

CORRELACIÓN DE PHILLIPS: DESVIACIÓN ESTANDAR DE LOS RESIDUOS DE LA REGRESIÓN

	JM	JD	JD antes del <i>sudden stop</i>	Post- <i>sudden stop</i>
1963-2007	1963-1991	1992-2007	1992-1998	1999-2007
0,033249	0,039973	0,01246	0,012474	0,010625

Regresión: $cycle_{inf}$, $cycle$ y una constante. Coeficiente de $cycle$ significativo al 1 %.
Fuente: elaboración propia.

Gran parte del periodo analizado se identifica como uno de inflación moderada (Dornbusch y Fischer, 1992), en el cual las autoridades monetarias tomaron decisiones de política que impedían un desborde de la inflación y existían mecanismos que permitían que los agentes se cubrieran de la inflación –indexación de precios y salarios, por ejemplo– (Echeverry, 1998).

Así mismo, Echeverry (1998) conjetura que la inflación moderada

[...]actuó como una presión disciplinaria que redujo el margen de discreción, y, por tanto, la incertidumbre respecto de la política futura. Este hecho, junto con la indización generalizada, son usados para explicar la aparente inflación inofensiva (sin fricciones) de la segunda mitad de los años 1980 (Echeverry, 1998, 42).

Estos resultados pueden parecer paradójicos a la luz del análisis de Dornbusch y Fischer (1992) y Echeverry (1998), porque si la inflación era moderada y la política económica tenía un acuerdo implícito para evitar el desborde inflacionario con una inflación relativamente fácil de pronosticar, se esperarí que la relación entre el componente cíclico de la inflación con respecto al del producto fuera estable.

Sin embargo, como bien lo discute Robinson (2007), aun cuando el país tuviera algunas diferencias con relación a sus pares latinoamericanos, su desempeño económico no fue muy distinto³⁶. Sánchez *et al.* (2007), por ejemplo, muestran cómo el bajo desarrollo del mercado de dinero y de crédito colombiano fue impulsado por un sistema político clientelista e interventor, que regulaba en exceso las tasas de interés y facilitaba la emisión dirigida a ciertos sectores con cierto poder político y con presencia en el BR (Kalmanovitz, 2000).

CONCLUSIONES

En primera instancia, se encontró que para un panel de 89 países, no se puede concluir que la independencia cause una baja inflación, a pesar de que la correlación es negativa. Para el caso colombiano, esta relación tampoco es necesariamente causal.

En segundo lugar, se estableció que a pesar de que la variabilidad aumentó durante el periodo de la JD hasta el *sudden stop*, ésta retornó a un nivel cercano al presentado durante la vigencia de la JM. Sin embargo, de acuerdo con el análisis para la muestra de países, al menos en materia inflacionaria, no se evidencia una relación causal entre independencia y variabilidad de la inflación. Sería importante realizar el ejercicio para las otras variables macroeconómicas³⁷.

Analizando la relación de Phillips, se encuentra que en el periodo de autonomía del Banco, la relación entre el componente cíclico de la inflación y del producto ha sido más estable que la presentada en el lapso de la JM. Esto dado que el BR en la etapa de la JM sólo ha empleado la política monetaria para lograr la estabilidad de precios. En términos de Lucas (1973), no se han presentado sorpresas monetarias que pretendan tener efectos reales.

Por último, el paso que dio Colombia en materia constitucional e institucional se puede identificar como la consolidación de la división de poderes

³⁶Robinson y Urrutia (2007) compilan explicaciones alternativas al deficiente desempeño de la economía colombiana, aun cuando presentara distintas características con respecto al contexto latinoamericano.

³⁷Alesina y Summers (1993) realizan un ejercicio a través del cual concluyen que mientras la independencia del banco central contribuye a la estabilidad de precios, no se evidencia un impacto sobre el desempeño económico.

y la reducción del excesivo poder del Ejecutivo para controlar la política y la ley (Elster, 1996; Kalmanovitz, 2003a)³⁸.

El poder monetario que le otorgó la Constitución de 1991 al BR hace parte del contrapeso que buscaba instaurar la Carta Magna, con el fin de evitar el abuso en la potestad sobre la emisión, con la cual contaba el gobierno a través de la JM, antes de la reforma.

Así mismo, Kalmanovitz (2003a), citando a Elster, plantea la preocupación de este último con respecto a los peligros de la existencia de una institución independiente muy ortodoxa, toda vez que “[...]el verdadero peligro que entraña un banco central independiente es que tenga un sesgo deflacionista que someta a la economía a una pérdida grande de producto innecesariamente[...].” (Kalmanovitz 2003a, 147), riesgo que tiene en cuenta Elster (1996).

Los hallazgos teóricos y empíricos asociados a la política monetaria han identificado en el régimen de meta de inflación una postura monetaria que combina las bondades de las reglas y de la discreción en la forma de conducir la política monetaria. El banco central ya no se encuentra atado a un objetivo intermedio, ya sea monetario (como una meta específica sobre los medios de pago) o cambiario (una tasa de cambio fija), sino que conduce la política monetaria de acuerdo con las condiciones macroeconómicas de la economía, evitando inducirla a choques muy fuertes que la desestabilicen, en aras de alcanzar un objetivo nominal como los arriba mencionados (Svensson, 1998).

De esta manera, la adopción por parte del BR de la estructura de inflación objetivo como estrategia monetaria, permite que la JD cuente con los instrumentos necesarios para plantear una política monetaria anti-inflacionaria explícita, que considere las demás variables económicas, importantes para la política económica general. Por tales razones, la estructura de inflación objetivo podría permitir mitigar no sólo el problema de la inconsistencia dinámica, sino también resolver algunos problemas planteados en la Cons-

³⁸Por ejemplo, North y Weingast (1994) muestran que, en un estado como el británico en el siglo XVII, la dinámica de la sociedad generó normas e instituciones que evolucionaron hacia formas en las cuales la división de poderes y los contrapesos de poder hicieron que el proceso de toma de decisiones involucrara una mayor participación. Siguiendo estos mecanismos es posible entrar en círculos virtuosos de desarrollo económico, tanto de corto como de largo plazo, dado que los gobernantes están en la obligación de respetar los acuerdos establecidos, como los derechos de propiedad. Dentro de dichos arreglos se cuenta con instituciones cuya función es velar por su respeto y evitar el abuso de poder del gobernante de turno.

titución, relacionados con la coordinación macroeconómica entre el Gobierno y el BR.

El convencimiento por parte de la JD de que la estrategia anti-inflacionaria debe contener otras variables (el papel de la estabilización en la función objetivo del Banco), reduce los peligros que mencionaba el grupo de académicos que criticaba el exceso de independencia en la discusión de la Constitución (Alesina, 2001, 274-275), al subordinar los demás objetivos de política a cumplir únicamente el inflacionario.

Se puede concluir que esta estructura le da fundamento teórico y empírico a la propuesta de Kalmanovitz (1997a, 2003b) y Alesina (2001) acerca de la conveniencia de que el Ministro sea retirado de la JD. En este caso, se haría más clara la responsabilidad de cada institución en materia de objetivos (BR y Ministerio de Hacienda) y no se perdería la coordinación macroeconómica, gracias a las bondades de la estructura de metas de inflación.

Con la estructura de inflación objetivo el Banco también cuenta con la discreción necesaria para absorber choques, dado que es claramente contracíclica de corte keynesiano, en el sentido que puede existir una relajación en la postura monetaria en épocas de recesión, pero con la prudencia necesaria para endurecerla cuando existan brotes inflacionarios que atenten con el objetivo de la estabilidad de precios (Kalmanovitz, 2003b).

La duración del periodo si es conveniente revisarla ante la posibilidad de que el Presidente pueda contar con la mayoría absoluta en la JD, lo que abriría las puertas para una posible financiación inflacionaria del gasto público. La estrategia de inflación objetivo pierde su efectividad cuando existe algún grado de dependencia fiscal en la política monetaria (Clavijo, 2000) y la sola posibilidad de que el Presidente cuente con el voto unánime de la JD para la financiación vía emisión, podría afectar positivamente el sesgo inflacionario, con las negativas consecuencias que un mal desempeño de la estructura pueda acarrear para la estabilidad de precios y el crecimiento económico.

Debido a que las reformas constitucionales pueden generar inestabilidad institucional, con más consecuencias negativas que positivas (Elster, 1996), se plantea una propuesta retomada de Romer y Romer (1997) que no implica un cambio constitucional y que puede reducir los riesgos de pérdida de independencia por parte de la banca central. Estos autores plantean la importancia no sólo de contar con una buena política monetaria para asegurar un buen resultado en materia macroeconómica, sino que consideran

necesario poseer buenas instituciones que aseguren el logro de los objetivos monetarios de mediano y largo plazo, por parte del banco central.

Aunque el problema de la inconsistencia dinámica no es eliminado por completo, la Constitución Política de 1991 reduce la probabilidad de que el banco central utilice sus instrumentos para alcanzar objetivos en materia de empleo, aun teniendo en cuenta la Sentencia de la Corte Constitucional que obliga al Banco a coordinar su política con la del Plan de Desarrollo vigente en cada periodo presidencial.

No obstante, los riesgos de injerencia por parte del Ejecutivo hacia la JD son evidentes y aumentan con la reelección. Por tal motivo sería conveniente la conformación de un Comité de Expertos, que pueda estar integrado por ex-Ministros de Hacienda, ex-Codirectores del Banco, miembros de la academia, entre otros, que sea convocado por el Presidente y el Congreso, y en el cual se discuta la candidatura de los posibles Codirectores. La convocatoria de ese grupo de expertos, reduce las posibilidades de que exista alguien que no cuente con información actualizada y veraz acerca del estado del arte en materia de política económica³⁹.

De esta manera, se puede hacer compatible la propuesta de Alesina (2001), sobre la ratificación del nombramiento de los Codirectores, por parte del Congreso (como en Estados Unidos), en la medida en que el Comité de Expertos considere las propuestas de este órgano y del Presidente, y tome la decisión final acerca de los candidatos que puedan hacer parte de la JD.

Así mismo, es bastante positivo que la JD haya tomado la decisión de hacer deliberaciones públicas en el seno de la junta, debido a que se conoce la postura de los Codirectores. Con la publicación de las Actas de Junta no se pretende someter a un examen sobre las deliberaciones de la JD sino aproximarse “[...] al análisis que justifica la posición que ha sido alcanzada[...]” (Woodford, 2003, 17). Esta decisión va encaminada a aumentar la transparencia en materia de comunicación del BR con la sociedad en general.

Aunque el desempeño macroeconómico desde la vigencia de la JD no ha sido igual o superior al desempeño de la JM, tampoco se puede concluir *a priori* que la actual estructura institucional no sea conveniente para el

³⁹De acuerdo con Romer y Romer (1997), un conocimiento parcial y limitado de la política y la teoría monetaria puede incrementar los riesgos de tomar decisiones de política y de seguir por sendas equivocadas que acrecienten los problemas en el desarrollo y el bienestar. Ahora bien, dado que el conocimiento limitado también se encuentra en el estado de la economía y en la lectura que de ella hagan los expertos económicos, es necesario reducir esa incertidumbre con la reunión de expertos en la materia.

país. La creciente exposición de la economía a choques internacionales, y por consiguiente la mayor vulnerabilidad, ha hecho más difícil la operatividad de la política monetaria, con consecuencias en desempeño económico. La adopción de un régimen de metas de inflación puede facilitar la labor del banco, dado que le da un marco de comportamiento claro y explícito para los demás agentes, que tienen el conocimiento acerca de la forma de intervención ante cualquier choque.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- [1] Acemoglu, D., Johnson, S., y Robinson, J.A. (2001). The colonial origins of comparative development: An empirical investigation. *American Economic Review*, 91(5), 1369-1401.
- [2] Acemoglu, D., Johnson, S., y Robinson, J.A. (2002). Reversal of fortune: Geography and institutions in the making of the modern world income distribution. *Quarterly Journal of Economics*, 118, 1231-1294.
- [3] Acemoglu, D., Johnson, S., y Robinson, J.A. (2005). Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth. En Aghion, P. y Durlauf, S. N. (eds). *Handbook of Economic Growth*. North-Holland: Amsterdam:Elsevier.
- [4] Alesina, A. (ed.) (2001). *Reformas Institucionales en Colombia*. Bogotá: Fedesarrollo-Alfaomega Editores.
- [5] Alesina, A. y Summers, L. H. (1993). Central Bank Independence and Macroeconomic performance: Some Comparative Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25(2), 151-162.
- [6] Bade, R. y Parkin, M. (1988). *Central bank laws and monetary policy*. Department of Economics, University of Western Ontario, mimeo.
- [7] Banco de la República (ed.) (1990). *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*. Bogotá: Banco de la República.
- [8] Ball, L., y Sheridan, N. (2005). Does Inflation Targeting Matter?. En Bernanke, B., y Woodford, M. (eds). *The Inflation-Targeting Debate*. Chicago: University of Chicago Press.
- [9] Barro, R. J., y Gordon, D. (1983). A positive theory of monetary policy in a Natural Rate Model. *Journal of political economy*, 91(4), 589-610.
- [10] Benati, L. (2005). The inflation-targeting framework from an historical perspective. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 45(2), 160-168.
- [11] Bernal, R. (2002). Monetary Policy Rules in Colombia. *Documento CEDE, (2002-18)*. Bogotá: Universidad de los Andes-Centro de Estudios para el Desarrollo Económico.
- [12] Blinder, A. (1999). *Central Banking in Theory and Practice*. Cambridge, Ma: The MIT Press.
- [13] Clavijo, S. (2000). Reflexiones sobre política monetaria e Inflación Objetivo en Colombia. *Borradores de Economía, 141*. Bogotá: Banco de la República.

- [14] Congreso de Colombia (1922). Ley 30 de 1922. *Diario Oficial*, 58 (18.347 y 18348), 589.
- [15] Congreso de Colombia (1923). Ley 117 de 1922. *Diario Oficial*, 59 (18.695 y 18696), 41.
- [16] Congreso de Colombia (1923). Ley 25 de 1923. *Diario Oficial* (nd), nd.
- [17] Constitución Política de Colombia (1991). Bogotá: Colombia.
- [18] Corte Constitucional (1999). *Sentencia C-481/99*. Bogotá: Colombia.
- [19] Cukierman, A. (1992). *Central bank strategy, credibility and independence: theory and evidence*. Cambridge, Ma: MIT Press.
- [20] De Gregorio, J. (1993). Inflation, Taxation, and long-run growth. *Journal of Monetary Economics*, 31(3), 271-298.
- [21] Dornbusch, R., y S. Fischer (1992). Inflación moderada. *Ensayos sobre política económica*, 21, 7-68.
- [22] Echeverry, J. C. (1995). Auge y perpetuación de una inflación moderada. Colombia 1970-1991. *Ensayos sobre política económica*, 28, 5-57.
- [23] Echeverry, J. C. (1998). Summary of the Monetary Board. *Borradores de Economía*, 88. Bogotá: Banco de la República.
- [24] Edwards, S. (2004). Thirty years of current account imbalances, current account reversals and sudden stops. *NBER Working Papers Series*, 10276. Cambridge, Ma: National Bureau of Economic Research.
- [25] Elster, J. (1996). Política Constitucional. *Revista del Banco de la República*, 52, 34-45
- [26] Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, 58,(1), 1-17.
- [27] Giraldo, A. (2007). Aversión a la Inflación y Regla de Taylor en Colombia 1994-2005. *Documentos de Economía*, 4. Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana, Departamento de Economía.
- [28] Giraldo, A. (2008). Aversión a la Inflación y Regla de Taylor en Colombia 1994-2005. *Cuadernos de Economía*, XXVII(49), 229-262.
- [29] Hayo, B. y Hefeker, C. (2008). Does Central Bank independence cause low inflation? A skeptical view. "Paolo Baffi" *Centre Research Paper Series*, No. 2008-04. Milán: Università Commerciale Luigi Bocconi.
- [30] Jácome, L. I. y Vázquez, F. (2008). Is there any link between Central Bank independence and inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean. "Paolo Baffi" *Centre Research Paper Series*, No. 2008-07. Milán: Università Commerciale Luigi Bocconi.
- [31] Kalmanovitz, S. (1997a). Las instituciones, la ley y el desarrollo económico. *Borradores de Economía*, 69. Bogotá: Banco de la República.
- [32] Kalmanovitz, S. (1997b). Realidades de la independencia del Banco de la República. *Cuadernos de Economía*, 16(27), 15-27.
- [33] Kalmanovitz, S. (2000). *¿Qué hace el Banco de la República?*. Mimeo.

- [34] Kalmanovitz, S. (2003a). Elster para economistas. *Revista Economía Colombiana y Coyuntura Política*, 296, 137-149.
- [35] Kalmanovitz, S. (2003b). *Ensayos sobre banca central. Comportamiento, independencia e historia*. Bogotá: Editorial Norma.
- [36] Kennedy, P. (2008). *A guide to econometrics*. San Francisco: Blackwell Publishing, 6ta edición.
- [37] Kydland, F. E., y Prescott, E. C. (1977). Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 85, 473-492.
- [38] López, M. (2004). Efficient policy rule for Inflation Targeting in Colombia. *Ensayos sobre Política Económica*, 45, 80-115.
- [39] Lucas, R.E. Jr. (1972). Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Political Economy*, 4, 103-124.
- [40] Lucas, R.E. Jr. (1973). Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs. *American Economic Review*, 63, 1113-1144.
- [41] Lucas, R.E. Jr. (1976). Econometric Policy Evaluation: A Critique. *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 1, 19-46.
- [42] Mankiw, N.G. (1990). A quick Refresher Course in Macroeconomics. *Journal of Economic Literature*, 28(4), 1645-1660.
- [43] Mankiw, N.G. (2006). The Macroeconomist as Scientist and Engineer. *NBER Working Paper, No. 12349*. Cambridge, Ma: National Bureau of Economic Research.
- [44] North, D. (1995). *Instituciones, cambio institucional y desempeño económico*. México: Fondo de Cultura Económica.
- [45] North, D., Summerhill, W. y Weingast, B. R. (2002). Orden, desorden y cambio económico: Latinoamérica vs. Norte América. *Revista Instituciones y Desarrollo*, 12-13, 9-59.
- [46] North, D. C., y Weingast, B. R. (1994). Constitutions and commitment: the evolution of institutions governing public choice in Seventeenth-Century England. en Persson, T. y Tabellini, G. (eds). *Monetary and Fiscal Policy* (pp. 311-343), vol. 1, Credibility. Cambridge, Ma: MIT Press.
- [47] Persson, T., y Tabellini, G. (eds.) (1994). *Monetary and Fiscal Policy*, vol. 1: Credibility. Cambridge, Ma: MIT Press.
- [48] Phelps, E. (1968). Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium. *Journal of Political Economy*, 76, 678-711.
- [49] Presidencia de la República de Colombia (1967). Decreto Ley No 444 DE 1967. *Diario Oficial*, 102(23.189), 1.
- [50] Pollard, P. S. (1993). Central Bank Independence and Economic Performance. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 6, 21-36.
- [51] Polillo, S. y Guillén, M. F. (2005). Globalization Pressures and the State: The Global Spread of Central Bank Independence. *American Journal of Sociology*, 110(6), 1764-1802.

- [52] Restrepo, P. (2005). Disinflation costs under Inflation targeting in a small open economy. *Borradores de Economía*, 328. Bogotá: Banco de la República.
- [53] Robinson, J. (2007). ¿Un Típico País Latinoamericano? Una Perspectiva sobre el Desarrollo. En Robinson, J. y Urrutia, M. (eds.) *Economía Colombiana del Siglo XX: Un Enfoque Cuantitativo*. Bogotá: Fondo de Cultura Económica - Banco de la República.
- [54] Robinson, J. y Urrutia, M. (eds.) (2007). *Economía colombiana del Siglo XX. Un análisis cuantitativo*. Bogotá: Fondo de Cultura Económica - Banco de la República.
- [55] Romer, C.D. (1986). Spurious Volatility in Historical Unemployment Data. *Journal of Political Economy*, 94, 1-37.
- [56] Romer, C.D. (1989). The Prewar Business Cycle Reconsidered: New Estimates of Gross National Product, 1869-1908. *Journal of Political Economy*, 97, 1-37.
- [57] Romer, C.D., y Romer, D.H. (1997). Institutions for monetary stability. En Romer, C.D., y Romer, D.H. (eds). *Reducing Inflation: motivation and strategy*, vol. 30 de Studies in Business Cycles, cap. 8, pp. 307-329. Massachusetts, MA.: The University of Chicago Press-National Bureau of Economic Research (NBER).
- [58] Romer, C.D. (2006). *Advanced macroeconomics*. New York: McGraw-Hill, 3ra edn.
- [59] Sánchez, F., A. Fernández, y A. J. Armenta (2007). Historia Monetaria de Colombia en el Siglo XX: Grandes Tendencias y Episodios Relevantes. En Robinson, J. y Urrutia, M. (eds). *Economía Colombiana del Siglo XX: Un Enfoque Cuantitativo*. Bogotá: Fondo de Cultura Económica - Banco de la República.
- [60] Walsh, C. (2003). *Monetary Theory and Policy*. Massachusetts, MA.: MIT Press, 2nd edn.
- [61] Woodford, M. (2003). *Interest and Prices. Foundations of a theory of Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press.