

## **Enseñanzas de una crisis**

### **Comentario a “La crisis internacional y cambiaria de fin de siglo en Colombia”, de Miguel Urrutia y Jorge Llano**

Leonardo Villar\*

El artículo de Miguel Urrutia y Jorge Llano presenta un recuento histórico sobre la actuación del Banco de la República en el período previo y durante la gran crisis de 1999. El papel de primera línea que cumplió Miguel Urrutia en los procesos de toma de decisiones otorga al texto un carácter de documento histórico de gran importancia.

La crisis que sufrió Colombia a finales del siglo xx no fue algo aislado. Coincidió con eventos de magnitud similar o aun mayor en casi todos los países de América Latina. El disparador de esos eventos, además, se ubicó por fuera de la región. La caída estrepitosa de varias economías asiáticas en 1997 —las mismas que durante varias décadas habían sido ejemplo de estabilidad macroeconómica y altas tasas de crecimiento—, así como el desplome de la economía rusa en agosto de 1998, estuvieron estrechamente vinculadas con todo lo que sucedió en nuestro país en 1998 y 1999.

Desde el punto de vista de la historia económica colombiana, sin embargo, lo sucedido en estos años hizo evidente una vulnerabilidad a eventos externos que no se había visto desde la gran depresión de 1929. Incluso, durante la década negra de América Latina, la llamada década perdida de los años ochenta, Colombia había salido relativamente bien librada, evitando cifras negativas en la tasa anual de crecimiento del

---

\* Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República entre 1997 y 2009. Actualmente es economista jefe y vicepresidente de Estrategias de Desarrollo y Políticas Públicas de la CAF.

Este comentario fue recibido el 8 de junio de 2011.

producto interno bruto (PIB) y episodios de hiperinflación como los que caracterizaron de manera dramática a varios países de la región.

En ese contexto, analizar las enseñanzas que deja para Colombia la crisis de 1998 y 1999 es particularmente relevante, y el artículo de Urrutia y Llano constituye un valioso aporte para ese propósito. Mis comentarios buscan simplemente subrayar algunas de esas enseñanzas, que a mi juicio fueron recogidas apropiadamente por el Banco de la República y han permitido un desempeño positivo de la política monetaria en lo que va corrido del siglo XXI. De hecho, la inflación llegó en 2008 al rango establecido como meta de largo plazo y el Banco ha podido manejar las tasas de interés con criterios contracíclicos. Esto último se hizo evidente tras la gran catástrofe financiera que enfrentaron los países avanzados en 2007 y 2008. En esa coyuntura, la política monetaria colombiana contribuyó de manera fundamental a estabilizar la actividad económica y moderar el impacto de la crisis internacional.

A mi juicio, las principales enseñanzas de la crisis de fin del siglo XX en Colombia se ubican alrededor de cuatro grandes temas:

1. El primero se relaciona con las ventajas que conlleva la sustitución de una política basada en metas intermedias de agregados monetarios, como la que se tenía en Colombia en el período previo a la crisis, por una política explícita de inflación objetivo, en la que el instrumento por excelencia del banco central es la tasa de interés de corto plazo.

Los problemas que generaba tener metas intermedias de base monetaria como guías para la política se manifestaron de manera clara en el fuerte debate que se dio entre miembros de la Junta Directiva y algunos economistas de la Gerencia Técnica del Banco de la República a comienzos de 1997, al cual se hace referencia en el artículo de Urrutia y Llano. Durante los años inmediatamente anteriores, la expansión monetaria se había dado fundamentalmente a través de una política de reducción de encajes, que implicaba grandes aumentos en el multiplicador bancario y permitía que la base monetaria pudiera crecer muy por debajo de la inflación sin generar desequilibrios importantes. Para 1997, sin embargo, había

consenso en que los encajes habían llegado a un mínimo prudencial y seguir reduciéndolos pondría en peligro las condiciones de liquidez del sistema financiero. Por eso mismo, era indispensable llevar el ritmo de crecimiento de la base monetaria a niveles compatibles con el crecimiento de la demanda de dinero para evitar deficiencias en la oferta monetaria y aumentos desproporcionados en la tasa de interés. Ello se hizo, pero el debate fue intenso y generó acusaciones contra la Junta Directiva del Banco, de haber generado un desborde monetario que supuestamente habría de implicar fuertes presiones inflacionarias en los años subsiguientes. Como es bien sabido, dichas predicciones resultaron totalmente infundadas. En 1997 se logró cumplir por primera vez, de manera rigurosa, la meta de inflación previamente establecida por la Junta Directiva. En los años subsiguientes, además, la inflación cayó por debajo de las metas establecidas para 1998 y 1999.

2. Íntimamente vinculada con la anterior, otra gran enseñanza de la crisis se relaciona con las dificultades que conlleva para los bancos centrales usar la tasa de cambio como ancla para las expectativas de inflación, en lugar de manejar la política monetaria bajo la estrategia de inflación objetivo (*inflation targeting*), con tasas de cambio flexibles.

En efecto, las dificultades generadas por tratar de anclar las expectativas inflacionarias a la tasa de cambio se hicieron evidentes en 1998, cuando ya había estallado la crisis asiática, y tanto en Colombia como en muchos otros países de América Latina se habían revertido los flujos de capital y se observaban importantes salidas de divisas. Pese a que las perspectivas de actividad económica y de inflación se estaban revisando drásticamente a la baja, la política de tasas de interés no pudo actuar en forma contracíclica. Por el contrario, las tasas de interés se elevaron de manera considerable para tratar de controlar la salida de recursos, defender la banda cambiaria y evitar una depreciación demasiado acelerada de la moneda que se percibía en ese momento como fuente de presiones inflacionarias. Infortunadamente, esta reacción del Banco de la República —muy similar a la que tuvieron otros bancos centrales de la región, como el chileno—, aunque contribuía a reforzar los efectos negativos de la crisis externa sobre la actividad productiva, era tal vez la única viable en el entorno que se vivía. Para ese momento, una historia de

varias décadas con inflación de dos dígitos hacía que la credibilidad en la capacidad del Banco para controlar el ritmo de crecimiento de los precios fuese relativamente baja. Debido a esa misma historia de inflación persistente, los agentes económicos tenían en mente una fuerte asociación entre el comportamiento de la tasa de cambio y las expectativas de inflación. Los dilemas de política, además, se hacían particularmente complejos por la gran incertidumbre que existía en el momento, no solo por la crisis internacional, sino también por el ambiente de polarización entre el gobierno saliente de Ernesto Samper y la campaña victoriosa de Andrés Pastrana. En ese contexto, eliminar prematuramente la banda cambiaria habría generado mayor incertidumbre y graves costos en materia de credibilidad para la política monetaria. Ello se habría reflejado en tasas de interés aún mayores de las que infortunadamente tuvimos que observar en Colombia durante esa coyuntura. A manera de ejemplo, eso fue lo que sucedió en el caso de Brasil, cuando el Banco Central de ese país liberó su banda cambiaria en febrero de 1999. El real experimentó una depreciación de más de 100% en el lapso de una semana, lo cual disparó las expectativas inflacionarias y obligó al Banco a elevar de manera escandalosa las tasas de interés para recuperar paulatinamente su credibilidad.

3. La tercera gran enseñanza de la crisis de finales del siglo xx en Colombia tiene que ver con la utilización de las reservas internacionales en una crisis cambiaria o de flujo de capitales.

El gráfico 5 del artículo de Urrutia y Llano muestra claramente que la gran acumulación de reservas internacionales que se dio entre 1990 y mediados de 1997, solo se revirtió de manera muy parcial durante la crisis. Varios analistas y algunos congresistas habían cuestionado fuertemente al Banco de la República por los niveles supuestamente "excesivos" de reservas y, en particular, por la fuerte acumulación que se hizo a finales de 1996 para defenderse de un ataque especulativo contra el piso de la banda cambiaria. Curiosamente, los mismos comentaristas criticaron duramente la venta de reservas un par de años más tarde. Como argumenta Miguel Urrutia, estas críticas asimétricas y poco consistentes ayudaron a alimentar el pánico sobre la situación cambiaria y a generar un sesgo muy fuerte contra cualquier posibilidad de esterilizar, siquiera parcialmente, el impacto monetario contractivo de las

ventas de divisas por parte del Banco. Ese sesgo tuvo mucho que ver con el aumento excesivo en las tasas de interés que se observó en 1998, que contribuyó, sin duda, a exacerbar la crisis inducida por el cambio en el entorno internacional tras las crisis asiática y rusa. La lección principal de esta experiencia es, a mi juicio, que las reservas internacionales se acumulan en las fases de auge de ingresos de divisas precisamente para poderlas desacumular en los períodos de dificultad cambiaria. De otra forma no sería claro cuál es la ventaja de contar con ellas, dado que tienen un costo de oportunidad no despreciable.

La utilidad de contar con grandes niveles de reservas internacionales sigue siendo hoy día un tema de controversia en Colombia y en el resto del mundo. La acumulación de reservas se produce usualmente por compras de divisas encaminadas a mitigar los procesos de apreciación de la moneda local. Sin embargo, en el momento de presiones fuertes a la depreciación de la moneda no resulta fácil vender esas mismas divisas por el efecto que ello tiene sobre la credibilidad y eventualmente sobre los flujos de capital. A pesar de ello, resulta interesante mencionar en este contexto la reacción del Banco de la República frente al episodio de rápida depreciación del peso que tuvo lugar entre mediados de 2002 y mayo de 2003, asociado con la pérdida de confianza en la región que suscitó la incertidumbre generada por la elección del presidente Lula Da Silva, en Brasil. En esa coyuntura, la tasa de cambio pasó de menos de \$ 2.300 a casi \$ 3.000 por dólar en un lapso de pocos meses. En febrero de 2003, el Banco de la República anunció de manera explícita su disposición a vender montos importantes de reservas internacionales<sup>1</sup>. Aunque la tasa de interés de intervención se elevó en ese período en 200 puntos básicos —lo cual se justificaba para ganar credibilidad en la meta de inflación—, los efectos de la venta de divisas sobre la base monetaria se esterilizaron plenamente para evitar que las tasas de interés de corto plazo en el mercado se elevaran más de lo que estaban aumentándose las tasas de intervención, como había sucedido en 1998. Esto pudo hacerse con éxito en un contexto en

---

<sup>1</sup> Se anunció la disposición del Banco a vender hasta US\$ 1.000 millones mediante tres subastas de opciones *call*. Entre marzo y mayo de 2003 se vendieron efectivamente US\$ 345 millones.

que la inflación y las expectativas inflacionarias ya se hallaban en niveles de un dígito y en el que no existían compromisos específicos sobre el nivel futuro de la tasa de cambio. Así, paradójicamente, la utilización de las reservas internacionales para estabilizar el ciclo externo se facilitó tras el abandono de la banda cambiaria.

4. El cuarto elemento clave en las enseñanzas de la crisis de 1998 y 1999 en Colombia se relaciona con el papel de la regulación financiera.

Sin lugar a dudas, el colapso de la cartera hipotecaria fue uno de los elementos que potenció la magnitud de esa crisis. Este tema no se desarrolla en el artículo de Miguel Urrutia y Jorge Llano publicado en esta revista, pero ellos mismos lo tratan en profundidad en otro capítulo del proyecto sobre “Los actores en la crisis económica de fin de siglo”. Los desequilibrios de plazos y tasas de interés entre los pasivos y los activos de las corporaciones de ahorro y vivienda generaban un descalce que se trató de corregir a partir de 1994, atando la cartera hipotecaria al comportamiento de la tasa de interés de corto plazo. Esto desplazó el riesgo de las corporaciones hacia los deudores e hizo particularmente dramáticos los efectos de las altas tasas de interés que se observaron en los últimos años del siglo xx. Esa experiencia, al igual que otras más recientes en los sistemas financieros de los países desarrollados (asociadas en ese caso con productos derivados), permite ver que los intentos por desplazar el riesgo de los intermediarios financieros hacia sus clientes no solo genera grandes costos a estos últimos, sino que termina devolviéndose contra los propios intermediarios, cuando sus clientes pierden la capacidad de pago.

Muy vinculada también con el tema de la regulación financiera, otra enseñanza de la crisis de fin del siglo xx tiene que ver con los temas que hoy se agrupan bajo el nombre genérico de regulación macroprudencial. Afortunadamente, Colombia fue siempre muy cuidadosa en impedir que el sistema financiero adquiriera pasivos en moneda extranjera para financiar créditos en pesos y en limitar la exposición a riesgos cambiarios a través, por ejemplo, de los llamados instrumentos “derivados”. Esa cautela se ha mantenido en la regulación colombiana durante lo corrido del siglo xxi en beneficio de la solidez de su sistema financiero.

Pese a lo anterior, la crisis de finales del siglo xx puso en evidencia muchos problemas que pueden generarse como consecuencia del endeudamiento externo privado y, en general, de los flujos internacionales de capitales privados. Colombia tuvo durante los años noventa un esquema de encajes no remunerados al endeudamiento externo que ayudó a encarecer la utilización de este instrumento, hizo que los plazos de la deuda fueran mayores y facilitó el manejo interno de las tasas de interés. Ello, sin embargo, no fue suficiente para impedir un incremento sustancial de la deuda externa privada que, como anotan Urrutia y Llano, aumentaba los riesgos de una devaluación abrupta del peso por sus efectos sobre las empresas endeudadas en moneda extranjera. De hecho, el gráfico 8 del artículo muestra que el endeudamiento externo privado se ubicó alrededor del 15% del PIB a finales de 1997, cifra que contrasta con un porcentaje inferior al 7% del PIB en 2009. La fuerte caída en el endeudamiento externo en el período posterior a la crisis de fin del siglo xx, permite pensar que el sector privado aprendió de la mala experiencia que tuvo en esa coyuntura. La crisis permitió que se hicieran evidentes los riesgos de adquirir deudas en moneda extranjera cuando los ingresos para pagarlas se tienen en pesos. Probablemente, la eliminación de las bandas cambiarias ayudó también a que el sector privado adquiriera esa conciencia, al hacer más explícitos los riesgos de fluctuaciones en la tasa de cambio y eliminar la percepción —evidentemente equivocada— de que esas bandas constituían una forma de seguro cambiario.

El mismo gráfico 8 del artículo de Urrutia y Llano, permite destacar algo que no ha sido suficientemente reconocido. Cuando estalló la crisis de 1998-1999, las cifras de deuda externa pública eran relativamente bajas. De hecho, tras haber sido cercana al 30% del PIB a comienzos de la década de los noventa, en diciembre de 1997 la deuda externa pública representaba menos del 15% del PIB —menos, incluso, de lo que representa actualmente—. Esto pone de presente que las causas de esa crisis no estuvieron asociadas exclusivamente con problemas de carácter fiscal, como han sugerido muchos analistas. En alto grado, la crisis respondió a temas relacionados con los flujos internacionales de capital privado y con otros factores que afectaron la balanza de pagos externos del país, tales como la drástica caída en los términos de intercambio. Tener

esto en mente resulta fundamental para destacar que la política pública debe preocuparse no solo por la sostenibilidad fiscal —que por supuesto debe hacerlo—, sino también por la sostenibilidad de la balanza de pagos internacionales, tema dentro del cual los flujos privados de capitales constituyen un elemento crítico.