

# NOTA EDITORIAL

## LECCIONES DEL SIGLO XX EN EL MANEJO MONETARIO DE LAS CRISIS

**E**n épocas recientes se ha presentado un amplio debate en los medios de comunicación y entre los expertos en economía, sobre la importancia y la posibilidad de hacer política monetaria contracíclica en tiempos de crisis. En este debate resulta útil realizar una revisión de la experiencia colombiana en el manejo monetario de las crisis del siglo XX, con el objeto de obtener lecciones que se puedan aplicar a la experiencia reciente.

Con el apoyo de Cristina Fernández, hemos realizado una revisión de las cifras y de los escritos de las autoridades durante estos episodios. El resultado del ejercicio fue sorprendente pero predecible: en las principales crisis del siglo XX no fue posible hacer política monetaria anticíclica porque el régimen de tasa de cambio imponía el sometimiento de la política monetaria a los flujos de capital.

El resultado es sorprendente porque la teoría sugiere que ante una fuerte recesión, la política monetaria debe ser anticíclica y por lo tanto, expansionista. Es predecible porque en Colombia las grandes recesiones han coincidido con grandes salidas de capitales<sup>1</sup>. En esta coyuntura,

---

<sup>1</sup> De acuerdo con Calvo (1998), las grandes caídas en los flujos de capital generan paradas súbitas en las economías emergentes. Un buen resumen sobre la posición reciente de la profesión acerca de los flujos de capital se encuentra en Dornbush (2001). Véase también Hamman (2003).

la política monetaria anticíclica es imposible, porque una porción importante del aumento en la cantidad de dinero se traduce en una mayor demanda de dólares. Los posibles aumentos de liquidez no pueden canalizarse hacia el crédito interno porque, a raíz de la crisis, las empresas trabajan con excesos de capacidad instalada y no hay demanda de inversión. Por el contrario, la crisis viene acompañada de un incremento inmenso en la demanda de divisas y fugas de capital. De acuerdo con lo anterior, la política monetaria terminaba siendo procíclica en épocas de crisis.

Tal vez por esta razón, Francisco Ortega hacía la siguiente afirmación: *“los acontecimientos de los años anteriores muestran que el crecimiento de la oferta monetaria en Colombia no es exógeno: es el resultado de los hechos ocurridos especialmente en el área externa. Ello significa que la base monetaria no se determina de manera exógena”*<sup>2</sup>. En buen romance, lo que quería decir Ortega es que, en el régimen monetario vigente, la oferta monetaria era determinada por los flujos de capital.

Para ilustrar esta conclusión, primero, se establecieron cuáles fueron las grandes crisis del siglo XX; posteriormente, se determinó el comportamiento de los flujos de capital en los períodos seleccionados, y finalmente, se analizó el comportamiento del producto y la política monetaria en las grandes crisis del siglo.

Los episodios de crisis se definieron como los períodos de desviación negativa del PIB mayor que una desviación estándar y con duración superior a un año, y comprenden los años entre los cuales la economía abandona su último pico y alcanza su punto más bajo. Los períodos seleccionados con este criterio fueron 1928-1931, 1939-1943, 1979-1985 y 1997-2000. El resultado de esta forma de medir las crisis coincide con los historiadores, según los cuales, estas son las fechas de las grandes crisis de crecimiento de la economía.

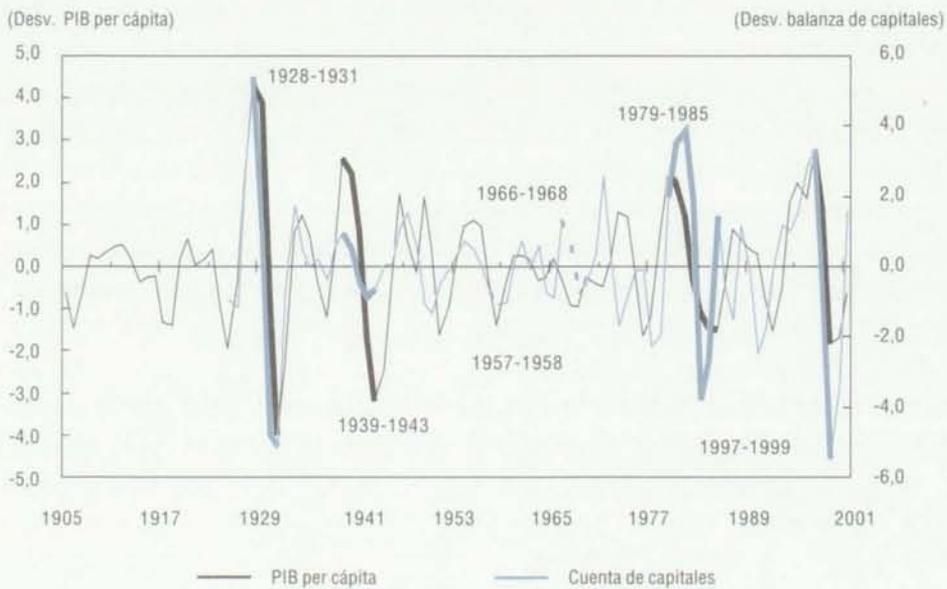
En el Gráfico 1 se observa que todas las crisis del siglo XX coincidieron con una caída en los flujos de capital. Esto confirma la hipótesis inicial del trabajo, según la cual las crisis en Colombia siempre han tenido como principal causa una caída en los flujos de capital hacia el país.

Puede sorprender que en este gráfico no aparezcan otras crisis como la de 1957, al final del Gobierno de Rojas Pinilla, y la de 1966-1967, en el

---

<sup>2</sup> Informe Anual del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1985, p. 114.

Gráfico 1  
**PIB per cápita y balanza de capitales**  
 (Porcentaje)



Fuente: Cálculos del autor, con base en datos del Grupo de Estudios de Crecimiento Económico (Greco) y DANE.

Gobierno de Carlos Lleras Restrepo. Estas crisis no pasaron el criterio estadístico que definimos para las grandes recesiones, porque fueron más cortas y menos profundas. Se observa, sin embargo, que también coincidieron con caídas en los flujos de capital.

En el Gráfico 2 se presenta la relación entre el componente cíclico del PIB y el de los saldos monetarios reales. Estos últimos muestran la postura real de la política monetaria. Como se observa, en la única de las grandes crisis en que fue posible hacer política monetaria anticíclica fue en la de los cuarenta. La razón es que no se presentó un problema particularmente grave de flujos de capital. Otro factor que favorecía la política monetaria expansiva fue la misma naturaleza de la crisis, que tuvo origen en la parálisis del transporte marítimo por la guerra mundial. Este hecho determinó que se cerraran las importaciones y no se presentaran problemas de exceso de capacidad instalada.

Julio Caro, entonces Gerente del Banco, resumía la subordinación en aquel momento de la política monetaria a los flujos de capital de la siguiente manera: *“La política de estabilidad del cambio exterior, alre-*

*dedor de la paridad intrínseca de las dos monedas, adoptada de común acuerdo por el Gobierno y el banco de emisión y apoyada por la gran mayoría de la opinión nacional, ha obligado a éste, en los últimos años, a adquirir toda la producción de oro del país y el excedente de divisas proveniente del saldo favorable de nuestra balanza de pagos, lo que ha contribuido a aumentar la circulación monetaria y a alzar el costo de la vida*"<sup>3</sup>.

Por el contrario, en la crisis de los años treinta y en la de los noventa, únicamente fue posible hacer política monetaria anticíclica después de una gran devaluación o cuando se había reducido el problema de los flujos de capital.

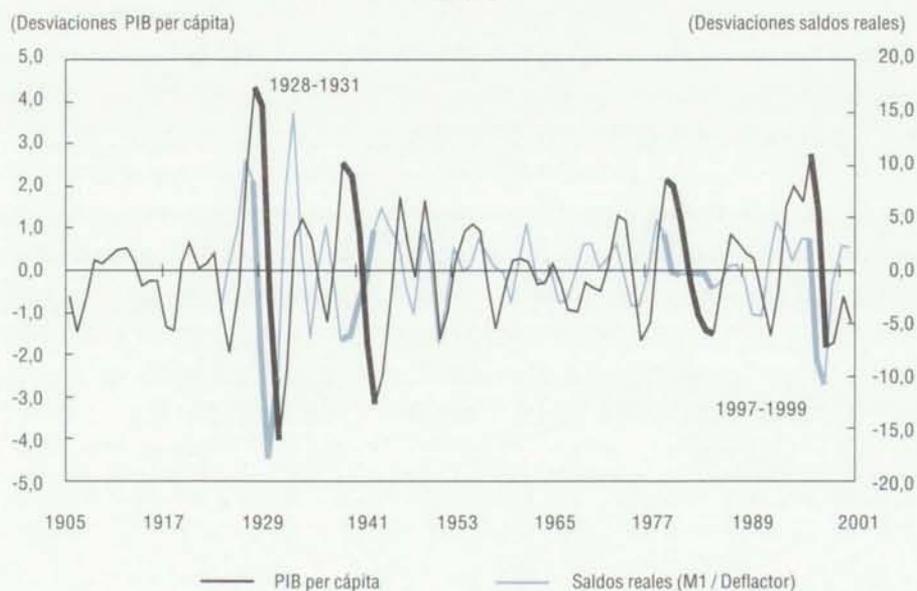
Julio Caro presenta una clara explicación de por qué no fue posible realizar política monetaria expansiva durante la crisis de los años treinta: *"Si, olvidando ese principio fundamental de su funcionamiento, el banco de emisión, ante la presión del público, disminuye artificialmente su tasa de descuento, logra bajar transitoriamente el tipo de interés corriente en el mercado, pero provoca al propio tiempo un aumento considerable en los redescuentos, con gran incremento de los negocios de especulación, y una disminución de sus reservas, lo que está seguro de traer más adelante una inevitable reacción, que se traduce en considerable período de depresión, de intereses excesivamente altos y aún de verdadera crisis"*<sup>4</sup>.

Como es posible observar en el Gráfico 2, en la crisis de los años ochenta el manejo no fue uniforme durante todo el período. En los primeros años la política fue procíclica o restrictiva, pero, posteriormente, las autoridades monetarias cedieron a las presiones del Gobierno y del sector privado, y contrarrestaron la presión que ejercían los flujos de capital sobre el producto, mediante la emisión. Esta decisión se tomó bajo el convencimiento de que el control de cambios permitiría controlar la influencia que ejercía el sector externo hacia la salida de capitales, pero la crisis de balanza de pagos se hizo más profunda. La consecuente escasez de reservas internacionales solo pudo enfrentarse con una férrea política monetaria contractiva y un ajuste fiscal.

En resumen, hasta 1999 los regímenes de tasa de cambio determinaban lo siguiente: en una crisis de capitales aumentaba la demanda de

<sup>3</sup> "Memorias del Gerente", 1944, p. 22.

Gráfico 2  
**Ciclos del PIB per cápita y de los saldos reales**  
 (Porcentaje)



Fuente: Cálculos del autor con base en datos del Greco y Banco de la República.

dólares, y como la tasa de cambio era fija, el Banco de la República reducía sus reservas y esto se traducían en una reducción en la cantidad de dinero. Esto incrementaba la tasa de interés, lo que aumentaba la rentabilidad interna y cumplía con el objetivo de reducir la salida de capitales. No era posible hacer política monetaria expansiva para impulsar la economía porque gran parte del aumento en la cantidad de dinero se desviaba a la compra de dólares, haciendo más grave el problema cambiario.

Cabe anotar que existía un factor adicional: el banco central tenía una tendencia a recargar aún más el peso del ajuste sobre la tasa de interés, por los altos costos que podía implicar el abandono del régimen cambiario o una crisis de reservas internacionales. En efecto, el abandono de la tasa de cambio fija puede tener altísimos costos, como se hizo evidente en el caso argentino recientemente.

En el caso colombiano, en 1999, no se presentó ese efecto por la coordinación que tuvo este hecho en la firma del Acuerdo con el Fondo

<sup>4</sup> *Ibid.*, 1929, p. 14.

Monetario Internacional y de cuantiosos préstamos con el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. Además, la banda cambiaria se había ajustado en los meses anteriores en dos ocasiones y, por lo tanto, la tasa de cambio estaba cerca del equilibrio cuando se inició la flotación. Pero durante el ataque a la banda, parte del ajuste, como siempre, se hizo reduciendo la cantidad de dinero, lo cual llevó a fuertes pero transitorios aumentos en la tasa de interés.

La subordinación de la política monetaria a los movimientos de capital se corroboró con ejercicios econométricos que demostraron que la relación que ha existido en Colombia entre los flujos de capital y la política monetaria es positiva y fuertemente significativa. Es decir, cuando los flujos de capital se tornan negativos, la emisión monetaria también disminuye y aumentan las tasas de interés.

A partir de septiembre de 1999 se adoptó un régimen de tasa de cambio flexible que continúa vigente. Esta modificación determinó dos hechos principales. El primero es la recuperación de la independencia de la política monetaria, y el segundo, que en épocas de fuga de capitales todo el peso del ajuste no cae sobre la tasa de interés y la cantidad de dinero, sino que la tasa de cambio absorbe buena parte del mismo. (Véase el artículo que acompaña esta Nota).

Adicionalmente, el margen de maniobra ante flujos de capital negativos, es mayor en el nuevo régimen<sup>5</sup>. En efecto, el peso del ajuste sobre la tasa de cambio se puede manejar con el uso de otras variables como la tasa de interés, que aumenta la rentabilidad interna, reduce la fuga de capitales y disminuye la presión sobre la devaluación<sup>6</sup>. En este esquema, a diferencia del anterior, es posible realizar modificaciones a la tasa de interés con gradualidad. Adicionalmente, se pueden hacer ventas controladas de reservas internacionales, las cuales pueden reducir la velocidad de ajuste cambiario y de la tasa de interés. Ese tipo de política se aplicó exitosamente a comienzos de 2003.

Algunos fragmentos de la opinión pública aún no se han percatado del cambio de modelo cambiario, que recupera la independencia de la polí-

<sup>5</sup> Gertler, Gilchrist y Natalucci (2002) y Céspedes, Chang y Velasco (2000) sugieren que el régimen de tasa de cambio flexible es superior al régimen de tasa de cambio fija en presencia de choques externos.

<sup>6</sup> Este "miedo a flotar" señalado por Calvo y Reinhart (2002) es, según Caballero y Krishnamurthy (2003), la política óptima desde una perspectiva contemporánea, pero subóptima desde una perspectiva *ex ante*. Véase también Caballero y Krishnamurthy (2002).

tica monetaria, y tal vez ésta sea la causa de las críticas que surgen cuando la tasa de cambio se revalúa o devalúa temporalmente, y las autoridades, para mitigar este efecto, hacen uso de su discrecionalidad sobre la política monetaria. Estos cambios en la tasa de interés no tienen por qué adquirir las magnitudes que se apreciaban en el régimen anterior, cuando la tasa de interés era la variable de ajuste de la economía.

Las reservas internacionales también pueden reducir la volatilidad cambiaria, a través de mecanismos transparentes. Sin embargo, el uso discrecional de las reservas para reducir la volatilidad de la tasa de cambio no debe llevarnos de nuevo a un régimen de tasa de cambio fija o de banda cambiaria.

De todas formas, el amortiguador principal del mundo volátil que enfrentamos ha de ser el sector público, que debe continuar con una política fiscal seria y prudente que le permita a la economía tener algún margen de maniobra ante eventuales cierres de los mercados internacionales. En ausencia de déficit fiscal la economía depende mucho menos de los flujos de capital.

Adicionalmente, el mismo sector privado puede y debe utilizar los mecanismos de futuros para protegerse de los movimientos cambiarios, sin pretender entrar en el terreno de la especulación.

El Banco de la República ha hecho grandes esfuerzos por desarrollar el mercado de futuros. Como ejemplo de este esfuerzo, está el diseño de los mecanismos de intervención en el mercado cambiario. Pero, el sector financiero tiene aún mucho que hacer en este terreno, efectuando valoraciones transparentes de los futuros y reduciendo las tarifas implícitas de esta operación. Esta es una buena inversión para las entidades financieras porque estoy convencido que en el futuro va a aumentar la demanda de este tipo de instrumentos.

Sin embargo, aun en un régimen de tasa de cambio flexible, los flujos de capital continúan teniendo implicaciones sobre la política monetaria<sup>7</sup>. En efecto, en el régimen de tasa de cambio flexible, no es posible aumentar indefinidamente la oferta de dinero para reactivar una economía en

---

<sup>7</sup> Véase Calvo (1999), sobre el impacto recesivo que puede ocasionar un choque externo en el régimen de tasa de cambio flexible, debido al cambio en los precios relativos. El impacto negativo que pueden tener la política monetaria expansiva en épocas de crisis, en un régimen de tasa de cambio flexible y presencia de rigideces en la economía, se encuentra también detallado en Christiano, Gust y Roldós (2000).

recesión porque aumenta la inflación y crece la presión sobre la devaluación. A pesar de que la recuperación de la confianza ha determinado que el problema de salidas de capital en Colombia sea menor que en años anteriores, el problema continúa presente y por lo tanto, el margen de la política monetaria sigue siendo estrecho.

Como hemos explicado a través de esta Nota, el flujo de capitales es una de las variables más importantes de la economía colombiana. Por esta razón, tanto el Banco de la República como el Gobierno no deben ahorrar esfuerzos para incrementar la estabilidad de los mismos.

Entre los factores que aseguran un flujo de capitales estable y positivo, están: la política de seguridad del Presidente Uribe, el cumplimiento del Acuerdo que ha firmado Colombia con el Fondo Monetario Internacional, la formulación de políticas monetarias y fiscales serias y conservadoras, y una imagen de consenso en el Estado alrededor de estas políticas.

En conclusión, puede afirmarse que en el régimen cambiario anterior era imposible realizar una política anticíclica, en presencia de fuertes caídas en los flujos de capital, porque el exceso de liquidez se desviaba a dólares y terminaba agudizando el problema. En el régimen actual de flotación del tipo de cambio con un esquema de inflación objetivo, el margen para amortiguar los choques externos y realizar política anticíclica es mayor, pero requiere de disciplina fiscal, y de un ambiente de confianza y coordinación que genere estabilidad en los flujos de capital.

*Miguel Urrutia Montoya*  
*Gerente General\**

---

\* Esta Nota fue elaborada con la colaboración de Cristina Fernández. Las opiniones aquí expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco y son de la responsabilidad del Gerente General.

## REFERENCIAS

- Calvo, G. (1998). "Capital Flows and Capital Market Crisis: The Simple Economics of Sudden Stops", *Journal of Applied Economics*, Vol. 1, pp. 33-54.
- Calvo, G.; Reinhart, C. (1999). "When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options", Mimeo, Center for International Economics, Department of Economics, *University of Maryland*, junio.
- \_\_\_\_\_ (2002). "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, May, pp. 379-408.
- Caballero, R.; Krishnamurthy, A. (2002). "A vertical Analysis of Monetary Policy in Emerging Markets", Mimeo., MIT.
- \_\_\_\_\_ (2003). "Inflation Targeting and Sudden Stops", *NBER*, abril.
- Céspedes, Luis Felipe; Chang, Roberto; Velasco, Andrés (2000). "Balance Sheets and Exchange Rate Policy", *NBER*, Working Paper Series 7840.
- Christiano, Lawrence J.; Gust, Christopher; Roldós, Jorge (2000). "Monetary Policy in an International Financial Crisis", Mimeo., Research Department International Monetary Fund.
- Dornbusch, R. (2001). "A Primer on Emerging Markets", *NBER Working Paper*, No. 8326.
- Gertler, Mark; Gilchrist, Simon; Natalucci, Fabio Massimo (2001). "External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator", Mimeo.
- Hamman, Franz (2003). "La volatilidad de los flujos de capital: una breve revisión de la literatura", Mimeo.
- "Memorias del Gerente" (1929 y 1944). Banco de la República.
- "Informe del Gerente General a la Junta Directiva" (1985). Banco de la República.
- Urrutia, Miguel; Fernández, Cristina (2003). "Política monetaria expansiva en épocas de crisis: ¿no se quiso o no se pudo ser contracíclico? El caso colombiano en el siglo XX", *Revista del Banco de la República*, No. 908, junio.