

## La crisis internacional y cambiaria de fin de siglo en Colombia\*

### *The International and Exchange Crisis of the End of Century in Colombia*

Miguel Urrutia\*\*  
Jorge Llano\*\*\*

#### Resumen

Este artículo forma parte de un proyecto más amplio sobre la crisis económica de fin de siglo en Colombia (Urrutia y Llano, 2011). Esta tuvo varias causas, incluyendo la crisis internacional asiática y la rusa, una crisis hipotecaria y bancaria local y un persistente déficit fiscal. En este artículo se describen los efectos del choque externo en el régimen cambiario, las tasas de interés internas y externas y el efecto de estos fenómenos sobre la demanda agregada. La profundidad de la crisis, en términos de la caída del ingreso per cápita y el aumento en el desempleo, fue tan grave por haber coincidido la reversión en los flujos de capital con una crisis hipotecaria y una crisis bancaria en buena parte causada por esta última.

---

\* Agradecemos la colaboración de María Constanza Ballesteros, los comentarios de Leonardo Villar y de los evaluadores anónimos de la revista *Desarrollo y Sociedad*.

\*\* Profesor titular, Universidad de los Andes. Exgerente general Banco de la República (1993-2004). Correo electrónico: [murrutia@uniandes.edu.co](mailto:murrutia@uniandes.edu.co).

\*\*\*Profesor cátedra, Universidad de los Andes. Correo electrónico: [jn.llano39@uniandes.edu.co](mailto:jn.llano39@uniandes.edu.co).

Este artículo fue recibido el 11 de enero de 2011; modificado el 15 de abril de 2011 y, finalmente, aceptado el 3 de mayo de 2011.

Otro tema del artículo es cómo el choque externo promovió la reforma de régimen cambiario y el esquema de control monetario, y cómo se manejó la transición hacia la política de flotación de la tasa de cambio.

*Palabras clave:* tasa de cambio, banda cambiaria, reservas internacionales, tasa de interés, política monetaria.

*Clasificación JEL:* F31, E43, E58, N16.

## **Abstract**

This article is part of a larger project (Urrutia and Llano, 2011) on the economic crisis in the last years of the twentieth century in Colombia (1998-2000). It had various causes including the international crisis in Asia and Russia at the time, the end of a local housing bubble and an accompanying banking crisis concentrated in institutions with a large loan book in real estate loans, and a persistent fiscal deficit. In this article we concentrate on the effects of the external shock, the resulting reform of the foreign exchange rate system, local and external interest rates, and the effect of these on aggregate demand. The depth of the crisis in terms of falls in GDP per capita and increases in unemployment was due to the fact that the reversal of capital flows coincided with a real estate mortgage and banking crisis.

Another aspect of the article concerns how the external shock led to a reform of the foreign exchange rate regime and the way monetary policy was carried out for inflation targeting.

*Key words:* Exchange rate, target zones, international reserves, interest rates, monetary policy.

*JEL classification:* F31, E43, E58, N16.

## **Introducción**

En 1996, por iniciativa del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, se planteó en el directorio del Fondo Monetario Internacional (FMI) un cambio en los estatutos para requerir que los países miembros establecieran la libertad de los movimientos de capital. El tema se definiría en la asamblea anual del Fondo en Hong Kong en septiembre de 1997. La Junta del Banco de la República discutió el tema y se le planteó al representante de Colombia en el Fondo que se opusiera a esa reforma, tomando en cuenta, sobre todo, la dificultad que había tenido el país en evitar flujos especulativos de capital en los años anteriores, lo cual había presionado una revaluación indeseable del peso. Lejos estaban los tiempos en que se abogaba por los controles de capital para evitar la fuga de capitales. Pero claramente la Junta del Banco estaba consciente de los peligros creados por la inestabilidad de los flujos de capitales.

El 2 de julio de 1997, después de una corrida contra el Baht Tailandés, se volvió imposible para ese gobierno sostener la paridad con el dólar y se produjo una maxidevaluación. Hubo contagio de crisis cambiaria en todo el sureste de Asia, y se produjeron devaluaciones en Malasia, Indonesia y Filipinas, y la crisis repercutió en Hong Kong y Corea del Sur. Inmediatamente se culpó la inestabilidad de los flujos de capital por la crisis, y en la asamblea del Fondo no hubo ningún apoyo a la idea de requerir de manera generalizada la liberación de la cuenta de capital en los países emergentes, y la discusión se volteó al manejo de las tasas de cambio: tasa fija frente a flotación.

El cambio del énfasis en la discusión se debió al análisis de las causas de la crisis en Tailandia, Indonesia y Malasia. Los países del este asiático en la década anterior fueron los de más rápido crecimiento, y mantenían su tasa de cambio atada al dólar, y por la gran demanda de capital, tenían tasas de interés mayores a las internacionales. Este diferencial promovió el influjo de capitales, y en Tailandia una burbuja en los precios de la finca raíz. En las cuatro economías más grandes del sureste asiático, la proporción de deuda extranjera-PIB subió de 100% en 1993-1996, a 180% en el peor momento de la crisis. Cuando se

comenzó a poner en duda la sostenibilidad de esta deuda creciente, se reversaron los flujos de capital, y se agotaron las reservas de los bancos centrales y su posibilidad de mantener las paridades con el dólar.

## I. El régimen cambiario

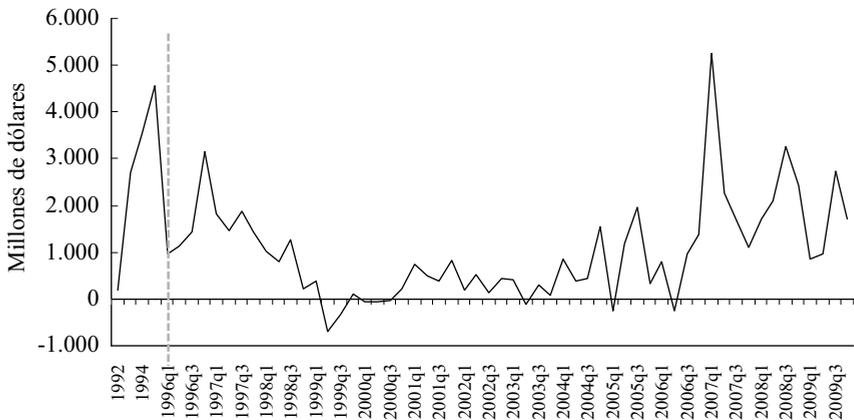
La crisis asiática dio una señal a los mercados internacionales de que el crédito a los países emergentes podía tener altos riesgos. Al mismo tiempo, el Departamento del Tesoro de Estados Unidos tomó la decisión de que las tasas de cambio atadas al dólar eran peligrosas e influyó para que el FMI tomara esta postura. Esto repercutió en Colombia donde, desde 1994, se tenía una política de tasa de cambio libre dentro de unas bandas deslizantes según supuestos anuales sobre la inflación colombiana y la de sus socios comerciales. La crisis asiática disminuyó el crédito extranjero y aceleró los pagos de deuda después de 1996 (véase gráfico 1), y aumentó las tasas de interés en los mercados internacionales para los países emergentes.

En 1994, la Junta del Banco de la República había adoptado un sistema de banda cambiaria, para aumentar los grados de libertad de la política monetaria. Los flujos de capital a principios de los años noventa habían aumentado indeseablemente los medios de pago por el sistema de tasa de cambio fija y deslizante en vigencia. Para cumplir el mandato constitucional de controlar la inflación, el Banco de la República tenía que abandonar el compromiso de comprar todas las divisas que se le ofrecían en cualquier momento. El prestigio del sistema de devaluación gota a gota, que se inicia con el decreto-ley 444 de 1967, hacía impensable liberar la tasa de cambio, y dentro de la tradición gradualista de la política económica colombiana, se resolvió adoptar un sistema que daba alguna mayor independencia a la política monetaria con respecto a los flujos de capital: el sistema de bandas cambiarias originalmente recomendado por Krugman (1991) y ya adoptado en Chile.

La idea era que la tasa de cambio podía flotar libremente dentro de ciertos rangos sin intervención del Banco Central, pues si el compromiso de defender la banda por la autoridad monetaria era sólido, los

actores en el mercado no jugarían a romperla. En una ocasión, hacia 1995, el gobernador del Banco de Chile Roberto Zahler y Miguel Urrutia relataban en una reunión en el BID, lo bien que este sistema había funcionado en nuestros países; durante el café, el gobernador del Banco de España, que había vivido varias crisis cambiarias, comentó que en Europa la experiencia era que al acercarse la tasa al borde de la banda, esta no reversaba la tendencia sino que parecía llegar a un hueco negro y los operadores vendían la divisa nacional en cantidades astronómicas<sup>1</sup>. Ese comentario me convenció de que la defensa a ultranza de las bandas nunca sería una opción ganadora<sup>2</sup>.

Gráfico 1. Cuenta de capital de Colombia en millones de dólares.



*Nota:* Hasta 1995 (línea punteada) la información es anual, a partir de 1996 la información se presenta trimestralmente.

*Fuente:* Bloomberg, Banco de la República.

<sup>1</sup> Esto pasó en Inglaterra, cuando el Banco de Inglaterra se vio forzado a abandonar la relación fija de la libra con las monedas europeas, y fue el origen de la gran fortuna del George Soros.

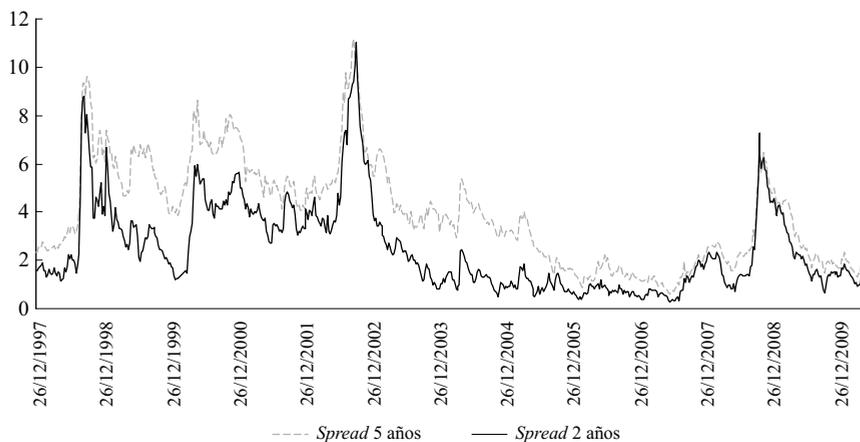
<sup>2</sup> Yo había estado en Europa en los años setenta en representación del Banco de la República, y había vivido el abandono de la llamada culebra cambiaria europea.

## II. Las tasas de interés

La tasa de interés en Colombia aumenta a partir de finales de 1997, por tres razones:

1. El aumento de la prima de riesgo sobre la deuda de los países emergentes y también de Colombia (véase gráfico 2), aumenta la tasa de interés interna por los vasos comunicantes entre las tasas internas y externas<sup>3</sup>.
2. La caída en el crédito externo (véase gráfico 1) disminuye la oferta de crédito en la economía nacional, y esto presiona al alza las tasas de interés. Lo mismo hace la mayor presión de reembolso de crédito externo.
3. El menor acceso al crédito externo y la caída en los precios de nuestras exportaciones por la crisis en Asia, crea expectativas de devaluación, que también presionan las tasas de interés internas al alza.

Gráfico 2. Diferencial de las tasas de interés de los bonos estatales de Colombia y los bonos del Tesoro de Estados Unidos.



Fuente: Bloomberg.

<sup>3</sup> El *spread* de los papeles colombianos sobre las tasas del Tesoro pasó de 123 puntos básicos (PB) el 5 de agosto de 1997 a 245 PB el 13 de febrero de 1998 y 253,9 PB el 3 de julio del mismo año (Banco de la República, julio de 1998, p. 17).

En teoría, en una economía abierta, las tasas de interés internas y externas se deben igualar una vez se toma en cuenta el riesgo de la devaluación (o revaluación) de la moneda local. Dado que los mercados colombianos funcionan predominantemente con relación al dólar, en nuestro caso la tasa de interés local está influida en el largo plazo por la ecuación:

$$\left[ (1 + i_{US}) * \left( 1 + E(DTC) \frac{P}{US} \right) \right] = i_{col} + 1 \tag{1}$$

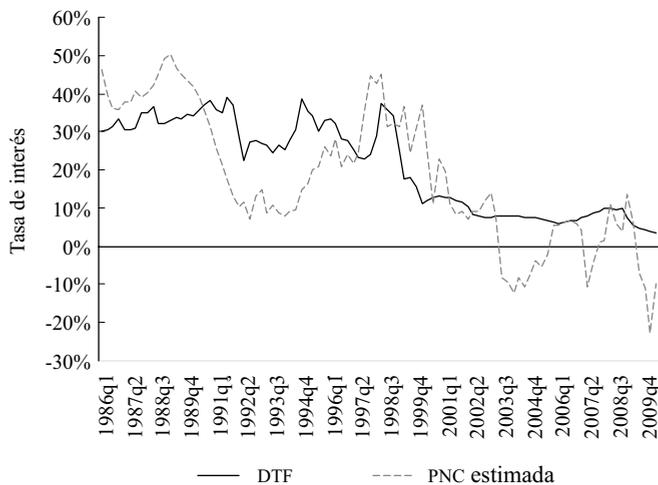
$i_{US}$  = tasa de interés de corto plazo en Estados Unidos.

$E(DTC) \frac{P}{US}$  = expectativas tasa de devaluación de la tasa de cambio peso dólar.

$i_{col}$  = tasa de interés de corto plazo en Colombia.

En este esquema, si la tasa de interés para deuda colombiana aumenta en Wall Street, la tasa interna aumentará en Colombia. Esta aumentará aún más si hay expectativas de mayor devaluación. En el gráfico 3

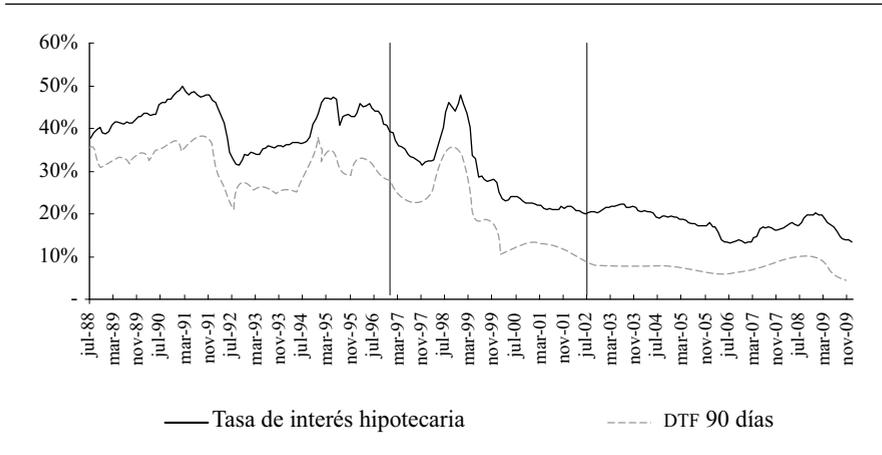
Gráfico 3. DTF y paridad no cubierta.



Fuente: Banco de la República, Bloomberg. Cálculo de los autores.

ponemos el estimativo de tasa de interés en Colombia en un modelo en que las expectativas de devaluación se forman por medio de unas expectativas “semirracionales”, donde los agentes pueden prever una tendencia de la tasa de cambio; pero existe un término de error, que se determina por la desviación de la tasa de cambio observada, con su tendencia<sup>4</sup>. Se observará que a raíz de la crisis asiática se disparan las expectativas de devaluación, y con un rezago aumenta fuertemente la tasa de interés DTF (véase gráfico 4).

Gráfico 4. Tasas de interés nominal (1988-2010).



Nota: Hasta diciembre de 1996 la información proviene de Asobancaria, desde 2002 la información es procesada por el Banco de la República, el resto de la información es de la Superintendencia Bancaria.

La tasa de interés hipotecaria se calculó con la siguiente ecuación  $(1 + \text{UPAC}) \times (1 + \text{tasa de interés nominal})$ .

Fuente: Banco de la República.

<sup>4</sup> Para obtener las expectativas de devaluación se realizó la siguiente ecuación:

$$\hat{S}^e = \frac{S^{HP}_{t+1} - S_t}{S_t} \text{ donde:}$$

$\hat{S}^e$  : son las expectativas de devaluación estimada.

$S^{HP}_{t+1}$  : es el valor de la tendencia de la tasa de cambio por el filtro Hodrick Prescott, en el período siguiente.

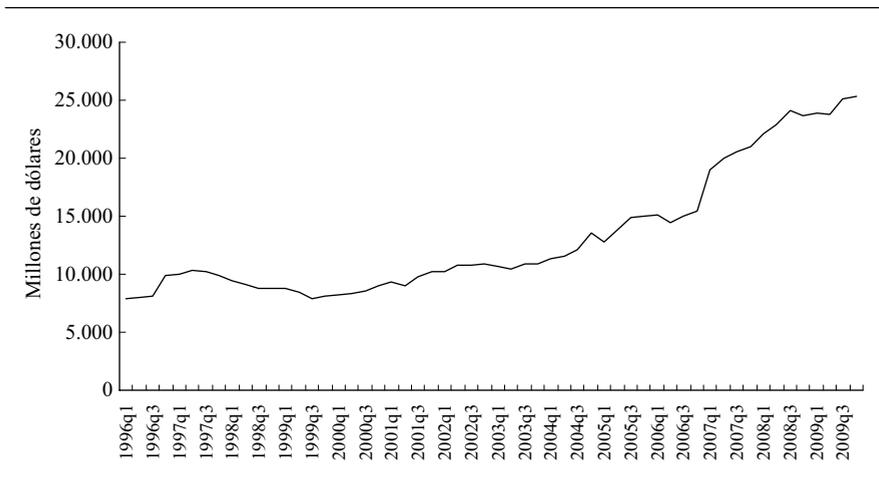
$S_t$  : es el valor observado de la tasa de cambio en el período  $t$ .

$$\text{El término de error está dado por } \mu_t = \hat{S}^e - S^e = \frac{S^{HP}_{t+1} - S_t - S_{t+1} + S_t}{S_t} = \frac{S^{HP}_{t+1} - S_{t+1}}{S_t}$$

### III. Las bandas cambiarias

Las expectativas de devaluación fueron congruentes con los cambios en la oferta y demanda de divisas. La tasa de cambio nominal se devalúa a raíz de la crisis de Asia y se pega al techo de la banda cambiaria en el tercer trimestre de 1997. En el primer semestre de 1998, la tasa de cambio se pega al techo de la banda en varias ocasiones, y el Banco de la República se ve forzado a vender dólares. A partir de septiembre de 1997 y hasta junio 1998, las reservas internacionales disminuyen todos los meses con excepción de abril (Banco de la República, marzo 1999, p. 13) (véase gráfico 5). El Banco llega a la conclusión que con la crisis asiática han cambiado los fundamentales del sector externo del país y devalúa el centro de la banda en la primera semana de septiembre de 1998.

Gráfico 5. Reservas internacionales netas trimestral (1996-2009).



Fuente: Bloomberg, Banco de la República.

Es interesante ver qué dice la Junta en su informe al Congreso en marzo de 1999.

El desplazamiento de la banda se fundamentó en cálculos realizados en el mes de agosto que mostraban que la tasa de cambio real de equilibrio de mediano plazo y largo plazo se había alejado del punto medio de la de la banda cambiaria vigente en ese momento y se ubicaba cerca del techo de esa banda.

Este alejamiento reflejaba cambios importantes en el entorno macroeconómico registrado desde enero. De una parte, la crisis internacional produjo una caída (...) en los precios de los productos internacionales, incluyendo los del café y el petróleo, que en conjunto representan más del 35% de las exportaciones de bienes del país. De otra parte, se confirmó una importante pérdida de dinamismo en la demanda de exportaciones no tradicionales como consecuencia de la desaceleración de los países compradores, en particular de Venezuela y Ecuador. Adicionalmente, las dificultades de acceso al mercado internacional de capitales se prolongaron más allá de lo esperado (Banco de la República, marzo 1999, pp. 21-22).

Como es de esperarse, los informes al Congreso no mencionan otro factor importante en la crisis cambiaria de 1998. Ese año fue de elecciones, después de un gran cuestionamiento al gobierno saliente por el apoyo financiero del narcotráfico al presidente en el período electoral. El enfrentamiento del gobierno con el de Estados Unidos fue tal que se pensó que este último podría congelar las reservas internacionales colombianas. El Banco decidió, ante este peligro, diversificar parte de su portafolio de inversiones hacia otros países, y se informó al presidente del Federal Reserve de Nueva York de este movimiento, quien no se sorprendió y no puso ninguna objeción<sup>5</sup>. Sin duda, la crisis política y las elecciones generaron incertidumbre cambiaria, pero en el fondo, esta se debió primordialmente al cambio en el entorno económico internacional.

La presión cambiaria siguió, y el Banco de la República tuvo que volver a vender divisas en el techo de la banda. En mayo y junio de 1999, el Banco tiene que defender el techo de la banda, disminuyendo las reservas internacionales en 359 millones de dólares (véase gráfico 5). El 27 de junio de 1999, la Junta vuelve a devaluar la banda en 9 puntos porcentuales como parte de un programa macroeconómico para el resto del año<sup>6</sup> (véase gráfico 6). Pero en esta ocasión,

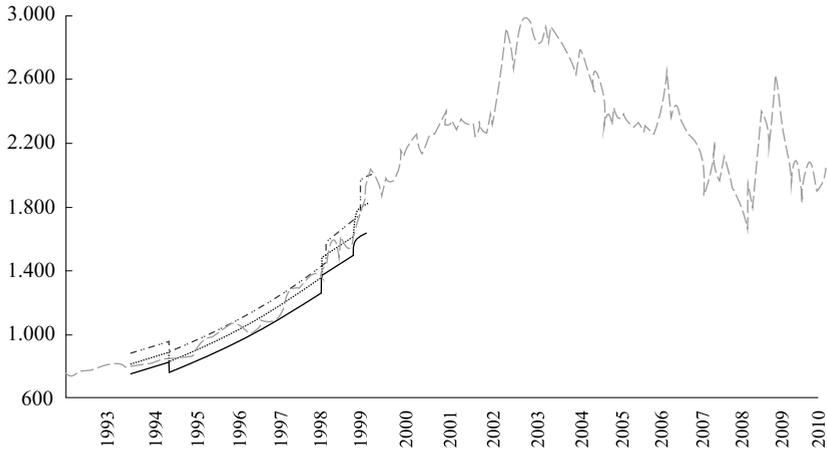
---

<sup>5</sup> Se debe recordar que en 1998 se bloquearon las reservas internacionales de Panamá en los Estados Unidos.

<sup>6</sup> Fuera de devaluar el centro de la banda, también se amplió la distancia entre el tope y el piso, para darle mayor flexibilidad a la política monetaria.

el equipo técnico del Banco se convence de que las bandas cambiarias y la política macroeconómica en general tienen graves problemas de credibilidad y plantea la necesidad de crear credibilidad obteniendo un aval del Fondo Monetario Internacional para el programa económico gubernamental<sup>7</sup>.

**Gráfico 6. Tasa de cambio con bandas cambiarias.**



*Fuente:* Banco de la República.

Se hizo una reunión de la Junta, promovida por el ministro de Hacienda, en el Palacio de Nariño, con el presidente Andrés Pastrana en un día de fiesta (27 de junio), en la cual este último autoriza iniciar negociaciones con el Fondo<sup>8</sup>. Durante este período estuvo sobre la mesa la modificación del régimen cambiario. Con dos devaluaciones, las bandas habían perdido credibilidad. Además, con el liderazgo del secretario del Tesoro, el Fondo Monetario había tomado la posición de que la crisis del sureste asiático había enseñado que los países en desarrollo debían adoptar una tasa de cambio fija o una flotante. El director de Crédito Público, Alberto Calderón, a la vuelta de un viaje de Washington opinó en el gobierno, que en la negociación con el Fondo

<sup>7</sup> Esta opinión la sustentaron de manera convincente los funcionarios del Banco: Hernando Vargas, director de Investigaciones Económicas y José Darío Uribe, gerente técnico.

<sup>8</sup> El presidente Pastrana apoyó al equipo económico en todas las decisiones impopulares necesarias para enfrentar la crisis cambiaria y financiera.

sería necesario abandonar las bandas. Lo comentó en público, lo cual aumentó la presión contra la banda. Los ministros de Hacienda y de Desarrollo eran partidarios de la flotación, y los exportadores también, convencidos de que esta implicaría una devaluación acelerada. La ANDI apoyaba las bandas, porque las empresas privadas se habían endeudado masivamente en dólares, y las bandas evitaban que se disparara la tasa de cambio en un ambiente de incertidumbre. La mayoría de los miembros de la Junta temían una flotación con expectativas de una devaluación abrupta al declarar la flotación, como había ocurrido en el sureste asiático y en México, lo cual podría ser muy perjudicial para la economía, tanto por los efectos sobre la inflación como por el impacto negativo sobre los balances de las empresas endeudadas. En el informe de la Junta al Congreso de octubre de 1999, se expresaban estos temores.

En general, el estudio (...) comparativo (...) muestra que el abandono de tasas de cambio fijas o semifijas ha estado, casi siempre, precedido de fuertes desequilibrios macroeconómicos y disminuciones significativas de reservas internacionales. En estos casos la adopción de un sistema de cambio flexible estuvo generalmente acompañada de grandes costos en términos de desarrollo económico (...). Los mayores problemas se presentan cuando el abandono del sistema cambiario vigente se hace en momentos de crisis. El momento más propicio para avanzar en la flexibilidad de la tasa de cambio es cuando hay suficiente disponibilidad de financiamiento externo y están entrando capitales externos (Banco de la República, octubre 1999, p. 10)<sup>9</sup>.

En memorando de agosto 26 de Hernando Vargas a la Junta, se resumen las conversaciones a nivel técnico con el FMI. Se destacan los siguientes párrafos (Junta Banco de la República, acta 4229):

---

<sup>9</sup> Esta conclusión se basó en una investigación del FMI sobre el tema. Véanse B. Eichengreen y P. Masson, "Exit strategies: Policy options for countries seeking greater exchange rate flexibility", IMF Occasional Paper. También en apoyo de esta tesis estaba el abandono de la tasa de cambio fija de México por el agotamiento de las reservas internacionales, la maxidevaluación resultante y la fuerte caída resultante del PIB que siguió.

En resumen se puede argüir que en Colombia la estrategia de política monetaria se aproxima a un esquema de meta final de inflación con meta intermedia de base monetaria. En un futuro, cuando la inflación converja a niveles inferiores y se tenga mayor claridad sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria, podría considerarse la simplificación del sistema, empleando únicamente las tasas de interés como variable operativa y sin una meta intermedia sobre un agregado monetario.

El Fondo también planteó como requisito para el programa, el establecimiento de metas mínimas de reservas internacionales. Pero como se ve en el siguiente párrafo, el nivel de reservas internacionales colombiano era adecuado, lo cual sugería que no se estaba *ad portas* de una crisis cambiaria como la mexicana o la del este asiático en que se agotaron las reservas.

Según conversaciones informales con miembros de la misión del FMI, el nivel mínimo de las reservas internacionales netas (RIN) se fijaría evaluando diversos indicadores como, por ejemplo, el número de meses de importaciones de bienes, la relación RIN/deuda externa de corto plazo y la relación M3B/RIN. Un examen preliminar de dichos indicadores revela que el nivel actual de las RIN no es excesivamente bajo, si se le compara con el de otros países con regímenes cambiarios inflexibles. La negociación siguiente involucraría definir un nivel mínimo con base en el indicador más relevante (más débil) para Colombia.

Había tiempo para la negociación. Un memorando del 2 de julio de 1999 de la subgerencia de investigaciones económicas, mostraba que durante todo 1998, la base monetaria había estado o en el centro o muy poco por debajo del corredor monetario meta, y que en el primer semestre de 1999, había estado dentro de este. Lo cual sugería que no había excesos monetarios desestabilizadores. Lo que sí se evidenciaba era que por razones de la crisis internacional y las crecientes dificultades del sector financiero, el crédito en moneda legal y el extranjero habían reducido dramáticamente su ritmo de crecimiento. En junio

de 1998 ambos crecían al 30% y en mayo de 1999 a 0%, con graves repercusiones sobre el crecimiento económico<sup>10</sup>.

Con base en este análisis se consideró fundamental negociar un crédito *stand by* cuantioso con el Fondo Monetario Internacional, y el gobierno negoció sumas sin precedentes de crédito con el Banco Mundial y el BID. Creado este seguro como señal a los mercados de que habría un aumento en la oferta de dólares en el 2000 más un apoyo cuantioso del FMI en caso de ataque contra el peso, se procedió a anunciar la liberación de la tasa de cambio. La negociación final se hizo en un desayuno con Stanley Fisher, el vicepresidente del Fondo, Miguel Urrutia y Roberto Junguito, el representante de Colombia ante el Fondo, en la cual se insistió que el régimen de flotación fuera limpio y con mínima intervención del gobierno para lograr objetivos diferentes a la política de meta de inflación. Los miembros de la Junta que estábamos en Washington para las reuniones anuales del FMI regresamos a Colombia para tomar la decisión formal con los directores Flórez y Hernández, que estaban en Bogotá. En el avión se hizo una “polla” sobre el tamaño de devaluación que ocurriría una vez se soltara la banda, y la ganó el gerente prediciendo muy poca variación en la tasa de cambio. Los ajustes previos a la banda, los préstamos negociados y el programa fiscal y monetario acordado, habían acercado la tasa de cambio a su aparente nivel de equilibrio.

Antonio Hernández y Luis Bernardo Flórez aprobaron la decisión, pero con una aclaración sobre su voto, la cual se dio a conocer a la opinión pública por los autores y posteriormente se publicó en la *Revista del Banco de la República*<sup>11</sup>.

La aclaración es interesante, y resalta tres cosas:

1. En realidad, la Junta discutió, sin que trascendiera a la opinión pública, el régimen cambiario desde marzo de 1999, pero hasta agosto las discusiones culminaban en la decisión de mantener el régimen cambiario.

---

<sup>10</sup> Banco de la República, documento SGEE-0799-041-J.

<sup>11</sup> Aclaración de voto de los codirectores Luis Bernardo Flórez Enciso y Antonio Hernández Gamarra, sesión de la Junta Directiva del Banco de la República del 25 de septiembre de 1999 (*Revista del Banco de la República*, 1999, pp. 42-51).

2. En materia cambiaria, las decisiones se toman pero no se anuncian. Por tanto, la Junta expidió varios comunicados donde expresaban el apoyo unánime de los directores para mantener las bandas con el fin de desestimular los ataques especulativos contra el peso<sup>12</sup>.
3. A los mercados se les empezó a transmitir la idea de que una de las condiciones del acuerdo con el FMI sería la eliminación de la banda tal vez en parte por declaraciones de funcionarios públicos.

El argumento base que esgrimía frecuentemente la Junta, con respecto a la banda cambiaria, hacía referencia a la necesidad de impedir movimientos transitorios en la tasa de cambio nominal que tuvieran efectos sobre variables reales como empleo y actividad productiva. Estos movimientos podrían estar determinados por expectativas de devaluación, tal y como se observó en 1996, donde la tasa de cambio estaba en el techo y no se devaluó la banda cambiaria, mientras que movimientos permanentes tenían su contraparte en la decisión de modificar la banda cambiaria.

Vale la pena comentar que durante varios meses después de la creación de la nueva Junta del Banco en 1991, se trató de que las decisiones se tomaran por consenso, pero la experiencia mostró que la negociación de los consensos demoraba mucho la toma de decisiones y en algunos casos el consenso era imposible. Se optó por tomar las decisiones por mayoría, pero autorizando a los que estaban en minoría explicar su punto de vista en la *Revista del Banco*. En general, se lograban consensos, aunque la redacción del comunicado de prensa que explicara las decisiones requería largas discusiones. En la gerencia de José Darío Uribe, la Junta decidió publicar las actas y si la decisión se tomó por consenso o no. La otra práctica que ha sido útil, es que todas las decisiones se tienen que tomar previa lectura de un documento técnico sobre el tema presentado por técnicos del Banco. Esto ha garantizado que las discusiones en la Junta tienen que ser sustentadas técnicamente por los directores, frecuentemente con memorandos escritos justificando su posición, lo cual evita tomar decisiones apresuradas.

---

<sup>12</sup> En un debate en el Congreso contra la Junta llevado a cabo en octubre, se criticó a esta por haber defendido el esquema cambiario hasta el último momento para finalmente cambiarlo. En esa ocasión, el senador Víctor Renán Barco liquidó esa parte del debate, diciendo que la política cambiaria no se podía discutir públicamente antes de tomar las decisiones sin generar especulación.

La reforma del régimen cambiario no fue la excepción, y como anexo al capítulo adjuntamos el documento del gerente técnico para la Junta del 25 de septiembre de 1999, y el comunicado de prensa en que se anuncia la decisión.

Leonardo Villar, codirector, publicó en la misma revista, un magnífico artículo con el diciente título “Política cambiaria en un proceso de ajuste ordenado” (*Revista del Banco de la República*, octubre 1999, pp. 53-64). La siguiente cita refleja la intención del autor.

Paradójicamente, los resultados exitosos de la decisión de liberar el cambio (...) han generado un intenso debate en contra del Banco de la República, en el que se acusa a esta entidad por no haberla adoptado con anterioridad. Personalmente estoy convencido que el éxito de la decisión de eliminar la banda cambiaria fue posible, precisamente por la flexibilidad que se tuvo en el manejo de esa banda en el período anterior y por la coincidencia de su desmonte con el anuncio de un programa macroeconómico consistente, que fortaleció de manera fundamental la credibilidad nacional e internacional en la política económica colombiana, en la medida en que recibió el apoyo explícito del FMI y de otros organismos multilaterales de crédito como el Banco Mundial, el BID y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

Las críticas a la Junta, por la banda cambiaria, fueron frecuentes y se hicieron presentes desde el momento que se decidió utilizar este sistema para mantener la tasa de cambio. Por ejemplo, la revaluación de 1994, seguida de un quiebre de la banda hacia abajo, dio paso a una discrepancia pública entre el ministro de Hacienda, Guillermo Perry, y la Junta Directiva. Donde en un debate en la Comisión Tercera del Senado, el ministro hizo público el reclamo, y afirmó que el ejecutivo iba a seguir buscando alternativas para frenar el desplome del dólar (*El Tiempo*, 15 de diciembre de 1994). Las críticas al Banco siempre representaban en esa época el sentimiento de los exportadores, que veían las políticas del Banco como negativas para el sector, y por medio del ejecutivo y el legislativo hacían públicas esas críticas, y las posibles consecuencias sobre el empleo que se podría perder por un dólar revaluado, o no fuertemente devaluado, como ocurrió en 1996 (*El Tiempo*, 14 de agosto de 1996).

Parte de los críticos argumentaban que la tasa de cambio estaba siendo determinada por componentes discrecionales de la Junta y no por el mercado. Esto con base en las intervenciones que tuvo que realizar el Banco de la República para mantener la banda cambiaria; pero debemos tener claro que la oferta y demanda determinaban la tasa de cambio al interior de las bandas, y que en tres ocasiones la banda se quebró (en mayor cantidad de veces y de magnitud hacia una mayor devaluación), dado que los componentes de la oferta y demanda de divisas cambiaron su comportamiento.

#### **IV. Vender o no vender reservas internacionales en la crisis**

Una de las lecciones interesantes que dejó el manejo de la crisis cambiaria de 1998-1999, fue la discusión de cómo se deben utilizar las reservas internacionales en una crisis cambiaria o de flujo de capitales. Teóricamente, las reservas son para utilizarlas precisamente en esas circunstancias, pero la realidad es que cuando los operadores observan caídas en las reservas, se aumenta la percepción de riesgo país y se incrementa la salida de capitales. En esas circunstancias para reducir la presión sobre el peso, las autoridades están tentadas a restringir el crédito del Banco Central y esto reduce el crecimiento de la base monetaria, lo que lleva a la política monetaria a ser procíclica. Esto ocurrió en 1998, cuando durante unas semanas el Banco de la República cerró las ventanillas de redescuento durante un período de ataque contra la banda cambiaria.

En esa época hubo fuertes ataques en el Congreso contra el Banco “por botar el patrimonio nacional vendiendo las reservas”. En realidad, era la primera vez que llegaba una reversión en los flujos de capital, pero el nivel de reservas internacionales era alto. Como vimos, en 1999, el Fondo Monetario concluyó que el nivel de reservas era similar al común en otros países en términos de meses de importación y pagos de deuda externa. En las crisis cambiarias anteriores, en los años ochenta y finales de los sesenta, se agotaron totalmente las reservas antes de iniciar el programa de ajuste. Estos antecedentes crearon pánico en ciertos círculos cuando el Banco vendió reservas en 1998, actitud que se utilizó políticamente entre los enemigos del Banco, pero también

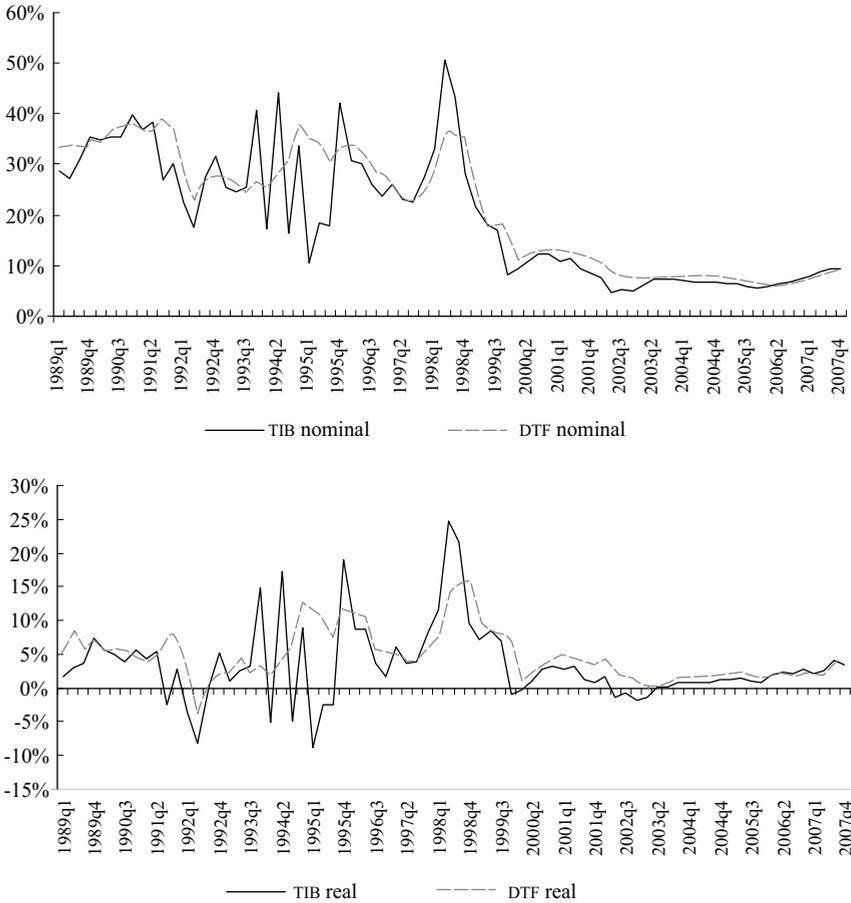
entre los partidarios de la devaluación dentro del gobierno y en el sector privado.

Por consiguiente, la pregunta es: ¿para qué sirven las reservas internacionales? En el caso concreto de 1998-1999, estas servían para mantener la banda cambiaria. Pero la presión para que se evitara perder reservas fue muy fuerte y generó un sesgo hacia no compensar la disminución en la oferta monetaria causada por dicha venta. A finales de 1998, el cierre de las ventanillas de redescuento del Banco Central exageró el aumento de la tasa de interés interbancaria, dada la falta de profundidad del mercado monetario. Este choque a la tasa interbancaria creó un crecimiento en el riesgo percibido por los bancos, que se tradujo en una caída del crédito y, por tanto, en la tasa de crecimiento de la economía. La alternativa habría sido compensar con crédito del Banco Central parte de la contracción monetaria generada por la venta de reservas, disminuyendo el choque a la tasa de interés interbancaria. Aunque solo una parte del aumento de la interbancaria se trasladó a la DTF, el efecto expectativa fue significativo. Todavía en la actualidad cuando se habla de la crisis, lo que se menciona son los escandalosos niveles de la interbancaria durante unas semanas de 1998 (véase gráfico 7 de TIB y DTF).

En resumen, la compra y venta de reservas internacionales se justifica si se cree que la disminución en la volatilidad de la tasa de cambio contribuye a una mayor tasa de crecimiento de largo plazo de la economía, pero debe tenerse en cuenta que las políticas de intervención cambiaria probablemente no logran tener unos efectos significativos sobre las volatilidades de este precio. Lo que sí tiene efecto son los choques monetarios generados por compras y ventas significativas de reservas internacionales en períodos cortos.



**Gráfico 7. TIB y DTF anual; nominal y real.**



Fuente: Banco de la República.

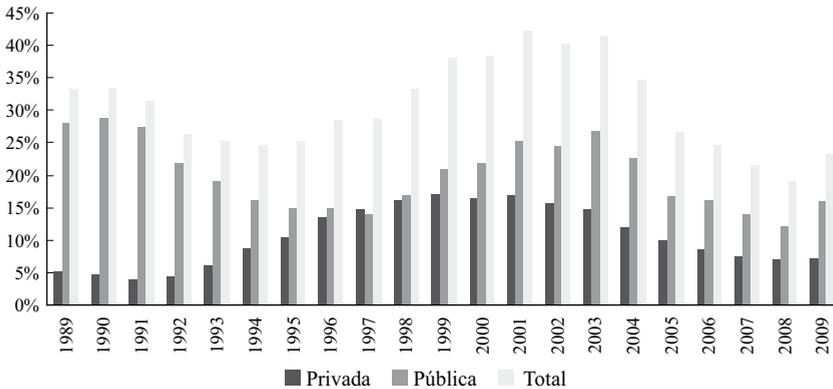
## V. La vulnerabilidad creada por el aumento en el endeudamiento externo

La caída en el PIB per cápita en 1999, fue la mayor reducción desde la época de la crisis de los años treinta. La principal causa, al igual que en los años treinta, fue una reversión dramática en los flujos de capital. Urrutia y Fernández (2000) argumentaron que el principal determinante en todas las caídas sustanciales en el crecimiento del PIB en el siglo xx,

ha sido una fuerte reversión en los flujos de capitales externos. Como se observa en el gráfico 8, entre 1992 y 1998 el país se endeudó en el exterior a un ritmo solo comparable con el episodio de los años veinte.

Se observa que no solo creció la deuda pública, debido en buena parte al creciente déficit fiscal generado por los derechos económicos de la Constitución Política de 1991, sino que el sector privado también aumentó su deuda en divisas. En los años noventa, el mercado de capitales internacional multiplicó la financiación a los países emergentes, y la apertura comercial en Colombia generó un fuerte estímulo a las empresas para aumentar la inversión en maquinaria y equipo, para lograr una competitividad que las hiciera capaces de subsistir en una economía más abierta. Buena parte de las importaciones de maquinaria y equipo se hizo con crédito externo comercial. Este endeudamiento privado hacía peligrosa cualquier decisión que generara una devaluación abrupta, pues esto podía llevar a la quiebra de muchas de las empresas endeudadas en moneda extranjera.

Gráfico 8. Deuda externa (pública y privada) como proporción del PIB.



Fuente: Banco de la República.

Este crecimiento abrupto de la deuda externa, tanto pública como privada, fue uno de los determinantes para que Colombia perdiera la buena reputación en cuanto al manejo de las variables macroeconómicas, y que en agosto de 1999 la calificación de la deuda colombiana, otor-

gada por Moody's, cayera a niveles inferiores al "grado de inversión", haciendo más traumática la reversión en los flujos de capital.

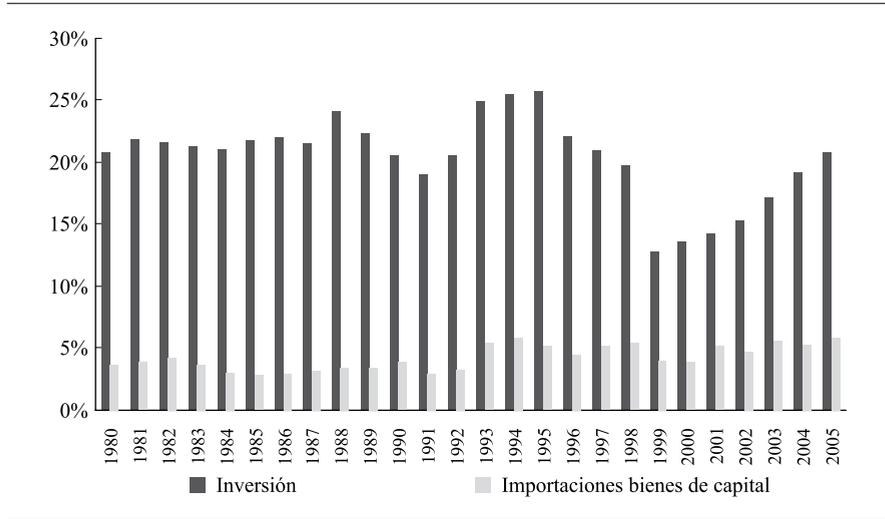
Una causa de la desaceleración de la economía colombiana en los años ochenta fue el efecto sobre los balances de las empresas de la devaluación en el período de la crisis de la deuda latinoamericana. Al estancarse el crédito externo, las empresas que se habían endeudado en dólares no pudieron renovar préstamos y con la devaluación la deuda se había multiplicado. Este fue el principal costo de la crisis de la deuda latinoamericana en los años ochenta, el cual se mitigó en parte con préstamos de largo plazo del Banco de República a las empresas con deuda externa. Por resolución 33 de 1984, la Junta Monetaria creó una línea de crédito para que las empresas endeudadas en moneda extranjera "pudieran pagar sus deudas con plazos más largos y sistemas de servicio más cómodos" (Banco de la República, 1984). Esto hizo posible el repago de los créditos del sector privado a la banca extranjera, la cual había condicionado sus nuevos créditos al gobierno a estos pagos. Con la devaluación de 1983-1986 (43% en términos reales)<sup>13</sup>, las pérdidas en los balances de las principales empresas nacionales, que se habían endeudado en moneda extranjera, afectaron de manera negativa la inversión y el empleo. El recuerdo de este fenómeno en Colombia y toda América Latina recomendaba no arriesgar con las decisiones de política económica una devaluación especulativa de la tasa de cambio.

Después de un período de intensa modernización del aparato productivo, reflejado en las cifras de inversión (véase gráfico 9), la combinación de reversión en los flujos de capital, aumento en la tasa de interés, caída de la construcción y caída en el crédito por la crisis financiera, la demanda agregada se redujo y dejó a las empresas con capacidad sobrante. En esas condiciones cayó la inversión y se redujo aún más la demanda agregada. Esto estuvo acompañado de una crisis financiera por el deterioro de la cartera de las entidades financieras (Fogafín, 2009).

---

<sup>13</sup> La devaluación en términos reales en 1997-1999 fue de 16% (GRECO, 2002, tabla VIII.18.A).

Gráfico 9. Inversión e importación de bienes de capital como proporción del PIB.



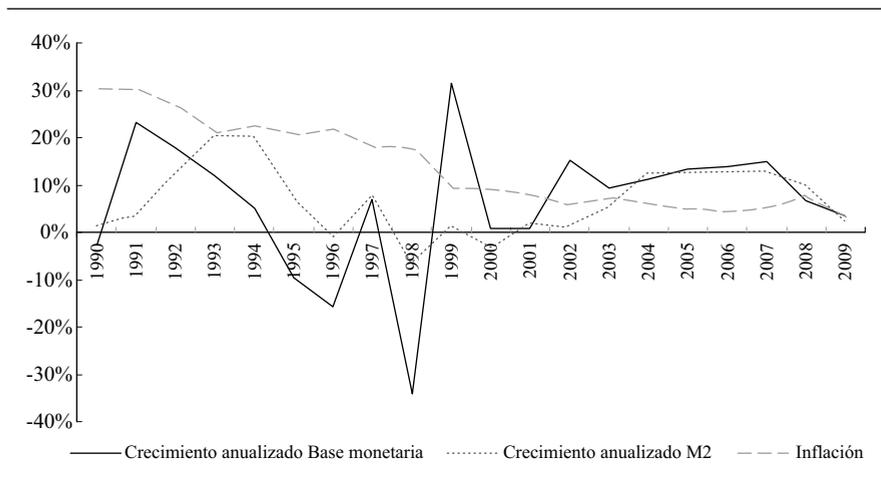
Fuente: Banco de la República.

En este artículo y en el estudio general sobre la crisis (Urrutia y Llano, 2011), se identifican la reversión en los flujos de capital por la crisis asiática y la rusa y el fin de la burbuja hipotecaria como las principales causantes de la desaceleración de la economía. Sin embargo, en la literatura sobre esta crisis se privilegia la crítica a la política monetaria y cambiaria. Un ejemplo es el buen análisis de Echeverry (2002). Según su principal tesis, la crisis se debió a que “el país empezó a gastar más de lo que tenía, buena parte de ese gasto lo hizo con deuda, financió un déficit que tenía un carácter persistente y el gasto se dirigió a fines con una baja rentabilidad social” (p. 57). Hasta aquí hay acuerdo.

El desacuerdo surge cuando Echeverry culpa la política monetaria expansionista de 1997, en cuanto la Junta resolvió aumentar el corredor de meta monetaria en contra de la recomendación de los economistas de la gerencia técnica del Banco. Echeverry sostiene que el aumento en la cantidad de dinero —en lo que él considera un acuerdo tácito con el Ministerio de Hacienda— impactó el tipo de cambio y de esta manera la tasa de interés. No menciona el efecto de la crisis asiática al discutir la política monetaria y las tasas de interés, sino que la trata posteriormente al mencionar el efecto de ella en toda Latinoamérica. Sustenta su tesis de que un desborde monetario causó

la crisis con datos de crecimiento de la base monetaria. El gráfico 10 muestra los datos de base monetaria iguales a los de la gráfica 18 de Echeverry, pero también los datos del agregado monetario M2. En un comentario a los autores de Leonardo Villar se plantea que los encajes estaban reduciéndose desde 1994, y la base monetaria no crecía por esa razón. En el gráfico 10 incluimos el crecimiento de M2 como un mejor indicador de los efectos monetarios de la política de la Junta. Sin duda, aumentó la oferta monetaria en 1997, pero no de manera dramática. El aumento pequeño de M2 claramente no puede explicar el ataque contra el peso en 1998 y 1999.

**Gráfico 10.** Crecimiento real anual de la base monetaria de M2 y crecimiento porcentual anual del IPC.



Fuente: Banco de la República. Gráfico por los autores.

El gráfico 7 tampoco muestra una caída grande en las tasas de interés en 1997, al contrario de lo que sostiene Echeverry. El mismo gráfico muestra cómo durante la crisis solo una proporción del aumento en la tasa interbancaria se trasladó a la tasa DTF a 90 días, que era la típica tasa de interés comercial cobrada a las empresas.

## VI. Teoría y práctica

La teoría económica es clara al postular que no es posible controlar la inflación y la tasa de cambio al mismo tiempo en una economía abierta.

En la época en que la Constitución Política de 1991 le dio autonomía al Banco de la República, también había consenso internacional de que la prioridad de un banco central era garantizar bajos niveles de inflación.

Al entrar la nueva Junta del Banco en 1991, se encontró que los aumentos en reservas internacionales, con el popular sistema de tasa de cambio fija pero deslizante, hacía imposible controlar los agregados monetarios. Se hizo necesario un manejo más flexible de la tasa de cambio, y se ensayó un sistema de bandas que facilitó el control de los agregados monetarios; pero el nuevo régimen fue criticado por poderosos grupos en la sociedad que consideraron que había promovido la revaluación real del peso.

El Banco Central ha tenido durante los últimos veinte años una presión permanente para evitar la revaluación. Este propósito, fuera de popular, tiene cierta lógica. Una de las conclusiones fuertes de la investigación sobre las características del éxito relativo entre los países emergentes, es que los que crecen más rápido han evitado tasas de cambio sobrevaluadas.

En realidad, muchos bancos centrales, incluyendo el colombiano, dan prioridad a la meta de inflación objetivo, pero también intervienen para evitar desalineaciones en la tasa de cambio. Aunque hay conciencia del limitado éxito de dichas intervenciones, son útiles por lo menos para desarmar a los críticos de la independencia del banco emisor.

La historia de la política cambiaria en Colombia desde 1991 refleja un intento permanente de lograr mayor autonomía monetaria, pero tomando en consideración en lo posible, sin abandonar la meta de inflación, los efectos de la tasa de cambio sobre el desarrollo real de la economía.

## Referencias

1. BANCO DE LA REPÚBLICA (1998). “Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República: julio de 1998”.
2. BANCO DE LA REPÚBLICA (1999). “Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República: marzo de 1999”.
3. BANCO DE LA REPÚBLICA (1999). “Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República: julio de 1999”.
4. BANCO DE LA REPÚBLICA (1999). “Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República: octubre de 1999”.
5. BANCO DE LA REPÚBLICA (1984). “Notas editoriales: la resolución 33 y el endeudamiento externo privado”, *Revista del Banco de la República*, mayo.
6. ECHEVERRY, J. C. (2002). “La recesión de fin de siglo”, en *Las claves del futuro*, Bogotá, Editorial Oveja Negra.
7. *EL TIEMPO*, 14 de agosto de 1996, “Política cambiaria no modificará: emisor”.
8. *EL TIEMPO*, 15 de diciembre de 1994, “El dólar enfrenta a gobierno y emisor”.
9. FOGAFÍN (2009). *Crisis financiera de los años noventa: origen, resolución y lecciones institucionales*, Fogafin y Universidad Externado de Colombia.
10. GRECO (2002). *El crecimiento económico colombiano en el siglo xx*, Bogotá, Banco de la República, Fondo de Cultura Económica.
11. JUNTA BANCO DE LA REPÚBLICA (1999). Acta 4229, anexo 4, 27/08/1999.

12. KRUGMAN, P. (1991). "Target zones and exchange rate dynamics", *The Quarterly Journal of Economics*, 106(3): 669-682.
13. *REVISTA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA*, LXXII(864) - octubre 1999.
14. URIBE, J. D. (1999). "Memorando: eliminación de la banda cambiaria", Gerencia Técnica, Banco de la República.
15. URRUTIA, M. y FERNÁNDEZ, C. (2000). "La opinión pública y la política cambiaria: el caso colombiano", *Coyuntura Económica*, XXX(3).
16. URRUTIA, M. y LLANO, J. (2011). "Los actores en la crisis económica de fin de siglo" (manuscrito).

## Anexos

### Anexo 1

Para: JUNTA DIRECTIVA  
De: José Darío Uribe  
Gerencia Técnica  
Asunto: Eliminación de la banda cambiaria.  
Fecha: Septiembre 25 de 1999.

1. En los últimos tres días el Banco de la República vendió US\$ 395 millones para defender el techo de la banda cambiaria. Este nuevo ataque especulativo refleja una vez más que la política económica (pasada y/o presente) es incoherente con el mantenimiento del sistema de banda. El corredor cambiario no tiene entonces credibilidad. Los mercados conocen, por ejemplo, que con la notable caída del PIB y las altas tasas de desempleo, el uso de las tasas de interés como instrumento permanente para defender la banda tiene costos económicos, sociales y políticos prohibitivos<sup>14</sup>. Conocen, además, que al existir fragilidad en el sistema financiero, un aumento sostenido en las tasas de interés terminaría llevando a numerosos intermediarios a una situación de insolvencia. Y saben que la adopción de fuertes controles de cambio implicaría un viraje total de la política económica, de pésimo recibo en los mercados internacionales de capitales y en importantes segmentos del país. Así, los agentes conocen que el Banco Central no tiene la capacidad de continuar defendiendo la banda, excepto a través de intervenciones masivas en el mercado cambiario que no podría mantener durante muchos días, por lo cual no creen en la persistencia de la banda, y la atacarán hasta su eliminación. A todo lo anterior hay que agregar que el gobierno presionará el mercado cambiario en los próximos días, y que los agentes perciben que el gobierno y el FMI no se inclinan a defender la banda cambiaria.

---

<sup>14</sup> Dado el hecho de que no se suben las tasas de interés, las mismas operaciones REPOS expansionistas están contribuyendo, directa o indirectamente, a financiar las compras privadas, de las reservas del Banco Central.

- Sin credibilidad, sin posibilidad de convencer a los mercados de manera inmediata de que la política económica es coherente, con dudas sobre las bondades del sistema de bandas y sin un nivel de reservas internacionales que otorgue seguridad de que se pueden hacer intervenciones masivas, la opción más apropiada y posiblemente única es el abandono del actual régimen cambiario.
2. Ante el abandono de la banda cambiaria surge la pregunta sobre el régimen alternativo. Un sistema de tasa de cambio fija necesita una autoridad monetaria independiente, con buena reputación y credibilidad, un sistema financiero fuerte y bien capitalizado que pueda resistir sin problemas fuertes choques a la tasa de interés, un mercado laboral y de bienes flexible y una disciplina y flexibilidad fiscal apropiada. En conjunto, estas condiciones no están dadas en la actualidad en Colombia por la cual no tendría credibilidad y estaría condenado al fracaso. La alternativa al sistema de bandas es entonces dejar flotar la tasa de cambio, al menos por un tiempo. Este sistema ayuda a aislar las economías de los efectos de choques externos negativos y permite a las autoridades monetarias tener un mayor control sobre la cantidad de dinero. Las debilidades de este sistema son que las tasas de cambio registran fuerte volatilidad y su versión pura solo parece tener aplicación en economías grandes, relativamente cerradas, con mercados bien desarrollados y en las cuales el paso de la tasa de cambio a los precios es débil. La administración de la flotación tiene el problema, entre otros, de cómo definir reglas claras de manejo monetario que sean totalmente coherentes con el objetivo de reducir la inflación. La economía puede entonces quedar sin un ancla creíble del sistema.
  3. La flotación cambiaria coincidirá con una situación de profunda recesión económica y un sistema financiero frágil; con algunos colombianos que por sus expectativas de devaluación están cambiando su portafolio a dólares y pagando sus deudas en el exterior, mientras subsisten otras personas y empresas endeudadas en moneda extranjera y sin mayor cubrimiento del riesgo cambiario; con unas reformas necesarias para garantizar un sector público y un crecimiento económico sostenibles que apenas inicien sus trámites en el Congreso; con un gobierno y un Banco Central que han perdido credibilidad en los mercados nacionales e internacionales; y sin un esquema de manejo monetario alternativo que ofrezca

garantía a los mercados de que la economía cuenta con un ancla nominal adecuada. Muchos de estos elementos son comunes a numerosos países que se han visto obligados a incumplir su compromiso cambiario, y los resultados no han dejado de ser costosos y de alto riesgo.

4. Las fortalezas de la economía colombiana que permitirían enfrentar con éxito el abandono del actual compromiso cambiario son las siguientes:

- El Banco Central se ha movido gradualmente hacia una mayor flexibilidad. A comienzos de la década adoptó el sistema de Certificados de Cambio con descuento. Luego, en momentos de fuertes entradas de capitales, adoptó el sistema de Banda Cambiaria deslizante con una amplitud de 14 puntos porcentuales. En los años siguientes modificó tres veces la paridad central de la banda ante cambio en los determinantes fundamentales de la tasa de cambio real, y en el último movimiento, en junio de este año aumentó la amplitud a 20 puntos porcentuales. El régimen vigente se acerca entonces al de flotación administrada y es previsible que en estos años de relativa flexibilidad las personas, las empresas y el sistema financiero han aprendido a cubrirse del riesgo cambiario, como lo sugiere el fuerte crecimiento del mercado de futuro en el pasado reciente. Esto significa que el régimen de flotación muy probablemente será aceptado y asimilado fácilmente por los agentes.
- La devaluación real en los dos últimos años ha sido de más del 25%, y esto es bien conocido por todos los agentes. Con esta devaluación real, según diversos analistas independientes, la tasa de cambio observada se encuentra en el nivel de equilibrio o, incluso, el peso bien podría ser subvaluado. Si bien las monedas pueden alejarse temporalmente del valor determinado por el comportamiento de los determinantes fundamentales, el hecho de que la tasa de cambio real esté cerca de su valor de equilibrio disminuye la probabilidad de que en el momento de abandono de la banda se registre un fuerte rebote de la tasa de cambio nominal.
- En los últimos meses, el sistema financiero se ha ido fortaleciendo y preparando mediante el programa de capitalización, la

eliminación de los bancos no viables, la intervención de otros y el cubrimiento del riesgo cambiario. Por lo tanto, el sistema financiero se encuentra en la actualidad en mejores condiciones para enfrentar una eventual corrida de depósitos o la insolvencia de clientes fuertemente endeudados en el exterior y con bajos niveles de cobertura de riesgo cambiario.

- El Banco de la República ha mantenido su compromiso de reducir la inflación. Esta ha caído a niveles de un dígito y la indexación ha disminuido como consecuencia de la recesión económica, la flexibilidad con límites de la tasa de cambio nominal, el aumento de la credibilidad de las metas de inflación y las modificaciones del sistema de fijación de los precios administrados, como el de la gasolina, entre otros. Todo esto reduce la probabilidad de que la economía entre en una espiral devaluacionista a través de la generación de mayores expectativas de inflación y modificaciones en contratos.
  - El déficit en cuenta corriente se ha reducido de manera intensa; cayó desde casi 8% del PIB en el primer trimestre de 1998 a una cifra cercana al 2% cinco trimestres después. Esto significa menos necesidades de financiamiento externo, y refleja el ajuste del gasto de la economía a niveles que pueden no estar muy lejos de su senda sostenible en el mediano y largo plazo.
  - Aunque el nivel de las reservas internacionales no es suficiente para sostener de manera indefinida la banda actual, sí es de magnitud tal que permite al Banco Central futuras (eventuales) intervenciones capaces de desanimar a los especuladores alcistas.
  - El sector privado sabe que hay un programa de ajuste fiscal y un proceso de acuerdo con el FMI que implicará su supervisión para futuros créditos a contratar con la banca privada internacional. Esto debe aumentar la credibilidad de la política económica.
  - Los términos de intercambio han mejorado 14% entre abril y agosto de este año a causa del extraordinario aumento del precio del petróleo.
5. Los principales riesgos del abandono del sistema de bandas son en la actualidad los siguientes:

- El gobierno tiene necesidades de financiamiento externo no cubiertas y restricciones legales para conseguirlo de manera inmediata. Además, existe incertidumbre sobre el cronograma del programa de privatizaciones y sobre los recursos externos que pueda generar.
- Si en algún momento se pone en duda la viabilidad del programa con el FMI, o si la devaluación se percibe como sustituto de las reformas fiscales, el resultado puede ser una devaluación mayor de la que se esperaría en condiciones normales, autoprovocada a través de mayor inflación y debilidad del sistema financiero.
- Como lo muestra la experiencia de otros países que han pasado por situaciones similares a las de Colombia hoy, las tasas de interés pueden subir inicialmente por la pérdida de credibilidad de la política económica asociada al compromiso cambiario. Los agentes de alguna manera conocen que la incapacidad de las autoridades de mantener cierta paridad cambiaria refleja una falla profunda de la política económica general.
- La situación financiera de algunos intermediarios financieros y empresas se debilitará por la devaluación y por mayores tasas de interés, aun si esta última es transitoria. Las grandes empresas del país son, en su gran mayoría, las más endeudadas en dólares.
- Las últimas decisiones de la Corte sobre el sistema UPAC han debilitado aún más la capacidad de recuperar la situación financiera de las CAV y las obligan a reestructurar sus balances, en el lado activo y pasivo. En la medida que este último proceso no se dé rápidamente los agentes podrán perder confianza en el sistema, haciendo más vulnerable las CAV a una corrida de depósitos.
- En cualquier régimen cambiario, la disciplina fiscal es el determinante más importante del comportamiento estable de la tasa de cambio. En Colombia existe incertidumbre sobre la disciplina fiscal y dentro de poco los mercados conocerán que las finanzas públicas han continuado deteriorándose a un ritmo que posiblemente juzgarán insostenible. Peor aún, los agentes conocen que la solución definitiva del problema fiscal está en la aprobación en el Congreso de una serie de reformas estruc-

turales, algunas de ellas con fuertes implicaciones políticas y que tocan los intereses específicos de los legisladores.

- La banda cumplió el papel de ancla nominal, aunque débil. Como se verá luego, no hay un marco de política monetaria que garantice el control nominal de la economía bajo una nueva ancla.
  - La situación de orden público es grave. Las protestas eventuales de los grupos sindicales pueden ser amplificadas por quienes quieren sustituir el orden establecido. Además, el abandono de la banda puede generar un debate sobre la política cambiaria que distraiga al Congreso del análisis de las reformas fiscales estructurales y que hace más difícil una política salarial coherente con el programa macroeconómico.
6. El abandono de la banda cambiaria es entonces un movimiento que no está exento de riesgo y peligros. Para disminuir este riesgo, es necesario poner a funcionar rápidamente las políticas conducentes a reforzar los factores que probablemente evitarán que después de abandonar la banda no se dé una devaluación excesiva, inmediata y futura. En términos generales, se requiere una política fiscal restrictiva, pasando rápidamente en el Congreso las reformas necesarias para poner los ingresos y gastos públicos sobre una senda sostenible al igual que un plan para enfrentar los problemas de las CAV, incluyendo los asociados a las decisiones de las cortes, y un marco monetario alternativo y creíble. Esto evitará que todo el peso del ajuste recaiga en la tasa de cambio nominal, con su consecuente efecto sobre la inflación y el riesgo financiero. En lo relacionado con las finanzas públicas, es prioritario procurar que el Congreso apruebe las reformas estructurales.
7. En el campo de la política monetaria es urgente tomar acciones en tres frentes: 1) definir y anunciar el esquema alternativo de manejo monetario, 2) realizar un apretón monetario temporal y 3) definir una regla y administración de la flotación cambiaria.
- 1) *Definir y anunciar el esquema alternativo de manejo monetario (la nueva ancla).* La alternativa seguida por los países que en los últimos años se han visto forzados a flotar su tasa de cambio es la de adoptar un esquema de meta de inflación. A este

respecto, sin embargo, es importante tener en cuenta que esta estrategia monetaria no está exenta de series dificultades para su ejecución en un país como Colombia. Basta con mencionar solo dos inquietudes. La primera es que la política monetaria está restringida por la situación actual del sistema financiero. El nivel de tasas de interés requerido para alcanzar la meta de inflación puede ser incoherente con el propósito de estabilizar el sistema financiero. Por otra parte, la tasa de interés que contribuya a aliviar las presiones del sistema financiero puede llevar a un aumento en las expectativas de inflación y a una mayor devaluación nominal<sup>15</sup>. La segunda es que la política monetaria está de cierta manera restringida por la situación de las finanzas públicas. En particular, no es claro que el mercado financiero interno sea lo suficientemente profundo para poder absorber un aumento de la deuda pública interna, como el que se presentaría en los próximos meses si no se logra una corrección significativa del gasto público o si no se aumenta sustancialmente el endeudamiento externo público. Todas estas debilidades las percibirán los mercados, aumentando las expectativas de devaluación, obstaculizando la recuperación de la credibilidad del Banco Central y haciendo más volátil el comportamiento de la tasa de cambio nominal.

- 2) *Realizar un apretón monetario temporal.* En particular se recomienda aumentar la tasa lombarda de expansión del Banco en dos puntos porcentuales, la tasa REPO en un punto porcentual y dejar inalterada la tasa lombarda de contracción. Esto con el fin de disminuir el riesgo de que la reacción de la tasa de cambio nominal sea excesiva. Este aumento es inferior al que tuvo que realizar Chile pocos días después de abandonar su banda, y muy inferior al incremento que tuvo que realizar el

---

<sup>15</sup> Se debe agregar que la tasa de interés puede subir después del abandono de una tasa de cambio fija o de una banda, por los siguientes factores: a) el hecho de que se haga demasiado sucia la flotación; es decir, de que a pesar del abandono formal del antiguo régimen se mantenga una intervención del Banco Central que lleve a que los agentes privados consideren que la tasa de cambio observada día a día no es sostenible (es decir, se mantengan las expectativas de devaluación), b) mayor incertidumbre sobre la situación de los intermediarios financieros, c) mayores expectativas de inflación o d) una política monetaria contraccionista para contrarrestar y modificar tales expectativas. En realidad, todo esto puede pasar al abandonar la banda; pero también puede pasar, bajo otras circunstancias, si no se abandona la banda.

Banco Central de Brasil, luego de dejar pasar varios días sin mostrar una señal de restricción monetaria. Posteriormente se podrá reiniciar el proceso de reducción de las tasas de interés en la medida en que las políticas vayan ganando credibilidad y la gente perciba que el Banco Central no ha de permitir un desborde de la inflación o de las variables nominales de la economía. Un aflojamiento prematuro de la política monetaria puede destrozar la confianza y conducir a mayores problemas futuros.

- 3) *Definir una regla de administración de la flotación cambiaria.* La flotación libre es inconveniente en una economía sujeta a fuertes choques externos y con mercados financieros poco profundos. La intervención, en cualquier caso, debe ser un apoyo adicional a los propios esfuerzos estabilizadores del mercado, pero nunca un sustituto, y no debe ser esterilizada en su totalidad, a riesgo que se termine financiando nuevamente la pérdida de las reservas de banco. El monto de la intervención debe ser definido en el marco del acuerdo con el FMI, no debe comprometer cantidades considerables de recursos, a riesgo de acentuar las expectativas de devaluación y golpear la credibilidad del Banco Central, y debe considerar en su definición el programa monetario.

La regla de intervención cambiaria, sin embargo, debe comenzar a funcionar solamente después de que pasen al menos cuatro semanas de abandonar la banda. Debido a que es posible que la reacción inicial de la tasa de cambio nominal no sea fuerte, es importante que el mercado identifique un techo de tasa de cambio asociado con una sobrerreacción para que a partir de ese nivel, comience a formar expectativas de apreciación nominal y posibilite la reacción futura de las tasas de interés. La no intervención nominal también es importante para evitar que el mercado desarrolle dudas sobre el abandono definitivo de la banda cambiaria y someta de nuevo a prueba el esquema del Banco a ataques especulativos (en particular, por parte de inversionistas extranjeros, que sin duda están viendo en la caída del peso una oportunidad para hacer ganancia de muy corto plazo). Por último, la intervención inicial del Banco de la República en el mercado puede aumentar el riesgo de caída de depósitos del

sistema financiero, ya que en la medida que la tasa de cambio alcance un nivel que los agentes consideren sobrevaluada, tendrá menos incentivos a cambiar su portafolio en pesos a dólares.

8. En síntesis, todo parece indicar que el sistema de banda cambiaria debe abandonarse. Políticas económicas incoherentes, rumores, choques externos y posiciones académicas encontradas han minado la credibilidad del sistema y lo han hecho insostenible. La alternativa inmediata de manejo cambiario es la flotación.

El paso a este sistema bien puede no ser muy traumático por la flexibilidad que se le ha dado a la tasa de cambio desde hace varios años, la devaluación real, el diseño del esquema de fortalecimiento del sistema financiero y la caída de la inflación, entre otros. Sin embargo, no debe subestimarse los riesgos ni evaluar el cambio a partir de lo que ocurra en el mercado cambiario durante las primeras semanas del nuevo régimen. En particular, no debe olvidarse que ningún sistema cambiario puede ser sustituto de políticas económicas coherentes. En los últimos años, la mezcla de política monetaria y fiscal ha sido perversa por el crecimiento incontrolado del gasto público, y el país enfrenta la peor crisis económica del siglo. El programa económico tiene en la actualidad algunos vacíos y riesgos. Todavía no hay certeza sobre la suerte de las reformas estructurales fiscales. Existe siempre el riesgo de que el ajuste en este frente termine cargado hacia el lado de los ingresos y la inversión pública, hechos que pueden llevar a cuestionamientos sobre su sostenibilidad y oportunidad en una situación de fuerte recesión económica. La política monetaria está seriamente restringida por la situación del sistema financiero y las necesidades de financiamiento del sector público. No hay en este momento un ancla nominal del sistema económico que sea creíble. Además, las CAV están especialmente vulnerables; las cortes, en su interpretación del mandato constitucional de 1991 (o la Constitución misma) están creando incertidumbre; y el deterioro del orden público es evidente y aparentemente creciente.

De acuerdo con lo anterior, en lo económico existe el riesgo de un desborde de los acontecimientos que termine en una rápida

aceleración de la inflación y en un golpe a las expectativas de recuperación de la actividad productiva y el empleo. El acuerdo con el FMI contribuirá a no dejar desbordar la desconfianza, pero de todas formas se debe estar preparado para un replanteamiento rápido del programa si los desarrollos en materia de inflación, tasa de cambio y crecimiento del producto a partir de las decisiones de la JDBR de hoy, así lo exige. Así mismo, es importante aceptar que en el centro de los problemas económicos del país está el mal funcionamiento del sector público, no solo reflejado en el tamaño del déficit fiscal sino también en la eficiencia y el nivel de gasto público y en la estructura de los ingresos. Por último, los colombianos deben conocer que los problemas económicos del país no han tenido que ver con la existencia de un régimen cambiario específico sino con la incoherencia de la política económica en general, con choques externos adversos, con debilidades institucionales en el campo económico y político, y con la dificultad que ha demostrado la sociedad colombiana para adaptarse a las nuevas reglas de funcionamiento de la economía mundial, donde los mercados de capitales son más móviles y más exigentes que antes sobre el comportamiento de los determinantes fundamentales de la economía (déficit fiscal, cuenta corriente de la balanza de pagos e inflación, entre otros) y sobre el grado de control efectivo que tienen los gobiernos de su ambiente económico, social y político.

9. Las recomendaciones específicas de este memorando son las siguientes:
  - Abandonar el compromiso de defender el sistema de banda cambiaria y adoptar un sistema de flotación administrada.
  - Aumentar transitoriamente en dos puntos porcentuales la tasa de interés lombarda de expansión, en uno la tasa de REPOS y dejar inalterada la tasa de interés de contracción.
  - Dejar flotar libremente la tasa de cambio durante las primeras cuatro semanas y definir en ese lapso la forma y la cuantía de la intervención futura.

## Anexo 2

### Comunicado de Prensa

La Junta Directiva del Banco de la República en su sesión extraordinaria del día de hoy acordó abandonar el esquema de banda cambiaria adoptado en 1994 y sustituirlo por un régimen de tasa de cambio flexible. A partir de la fecha, por lo tanto, la tasa de cambio peso-dólar será determinada por el mercado.

La economía colombiana ha enfrentado en el último año una difícil situación causada, entre otros, por la crisis internacional, la falta de sostenibilidad estructural de las finanzas públicas y la incidencia negativa que ha tenido la caída de la actividad económica sobre los recaudos tributarios. Para afrontar dicha situación, la Junta Directiva y el gobierno adoptaron en el mes de junio un programa macroeconómico tendiente a lograr los ajustes necesarios que contribuyan a recuperar un sendero más estable y sostenido de la economía. Adicionalmente, se acordó acudir al Fondo Monetario Internacional para fortalecer el programa y aumentar la disponibilidad de recursos externos para la economía.

Con las políticas adoptadas se han logrado los siguientes resultados: una mayor flexibilidad cambiaria; una devaluación real ordenada en los últimos dos años de más del 25%; el saneamiento progresivo del sistema financiero; la reducción del déficit de cuenta corriente, el cual ha caído desde casi ocho por ciento del PIB en el primer trimestre de 1998 a una cifra cercana al 2% en la actualidad y, por último, la inflación se ha reducido a un nivel del 10%. Todo ello al tiempo que el gobierno ha decidido presentar al Congreso unas reformas que hagan factible la corrección definitiva de los desequilibrios fiscales.

Como es de conocimiento público, en el día de ayer finalizaron con éxito las negociaciones con el Fondo y se acordaron las principales metas fiscales, monetarias y de balanza de pagos. Igualmente se han concertado con otros organismos multilaterales de crédito recursos frescos adicionales, con énfasis especial en inversión social. Todo lo

anterior permite que el país tenga un mayor acceso a los recursos del mercado internacional de capitales.

Sobre estas bases y para facilitar el cumplimiento de los acuerdos con el Fondo, la Junta Directiva consideró conveniente permitir la flotación libre de la tasa de cambio nominal.

El conjunto de decisiones de política económica, el acuerdo con el Fondo y el compromiso del gobierno en materia fiscal, permiten a la Junta reiterar la meta de inflación del 10% para el año entrante, para lo cual se continuará adelantando una política monetaria coherente con la obtención de dicha meta.

Santafé de Bogotá, D. C., septiembre 25 de 1999.

*Nota:* Los doctores Luis Bernardo Flórez y Antonio Hernández Gamarra votaron favorablemente la medida, si bien, conforme con el reglamento de la Junta, manifestaron su interés de aclarar su voto en la *Revista del Banco de la República*.