

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

José Darío Uribe*

Miguel Urrutia y Jorge Llano hacen un aporte fundamental a la historia económica reciente del país. El valor de su trabajo se extiende más allá del recuento de una experiencia crítica que culminó en la única caída del producto interno bruto (PIB) real de Colombia en los últimos ochenta años. El artículo ofrece lecciones claras para el manejo económico de hoy, al ilustrar las consecuencias de las vulnerabilidades financieras y macroeconómicas acumuladas a lo largo de los años noventa, cuando simultáneamente se introdujeron profundas reformas en los frentes externo, fiscal y financiero del país.

A comienzos de la década de los noventa se buscó profundizar la inserción de la economía colombiana en el mundo, tanto en los mercados de bienes y servicios como en los financieros. Se decidió reducir la inflación, partiendo de tasas cercanas al 30%. Se amplió la competencia entre distintos tipos de intermediarios financieros y se eliminaron o limitaron los privilegios de algunos de ellos en términos de su acceso al Banco Central. También se decidió elevar el tamaño del Estado, en la medida que se asumieron las nuevas funciones derivadas de la Constitución Política de 1991 y se profundizó el proceso de descentralización fiscal.

Estos cambios, sin duda provechosos, ocurrieron en un entorno mundial caracterizado por abundantes flujos de capital extranjero hacia

* Gerente General del Banco de la República.

Este comentario fue recibido el 8 de junio de 2011.

economías emergentes. Dichos flujos probablemente incrementaron su productividad y crecimiento, al financiar la inversión, disminuir el costo del capital y aumentar la disciplina del mercado. Pero al mismo tiempo, hicieron que estos países fueran vulnerables a los efectos de "paradas súbitas" en los flujos, lo cual podría causar crisis financieras y cambiarias. Así mismo, apreciaron sus monedas y complicaron la habilidad de los bancos centrales para ejecutar una política monetaria independiente. Debilidades y falta de experiencia en el marco institucional y de política expusieron a estas economías a cambios en las condiciones externas, y cuando estos cambios ocurrieron muchas de ellas terminaron en profunda crisis.

Colombia no fue la excepción a las dificultades descritas. Las reformas estructurales de principios de los años noventa se dieron en un contexto institucional y de política débil. La apertura de la cuenta de capitales y la reforma financiera no contemplaron totalmente los riesgos, y el sistema financiero nacional no contó con la capacidad de intermediar de manera efectiva los recursos externos. La estrategia de la política monetaria para reducir la inflación no pudo definirse claramente en un país, que por varias décadas defendió la tasa de cambio nominal. La falta de mayor flexibilidad cambiaria creó, además, incentivos para la existencia de descalces cambiarios. La expansión del Estado y el cambio de su estructura implicaron riesgos de insostenibilidad y recargaron el peso de la estabilidad macro en la política monetaria. En consecuencia, cuando las condiciones del sector externo cambiaron con las crisis asiática y rusa entre 1997 y 1998, la economía colombiana presentó grandes excesos de gasto público y privado, alto endeudamiento interno y externo, una posición fiscal que amenazaba con volverse insostenible, descalces cambiarios y una *burbuja* de precios de los activos.

Esto explica dos características de la crisis de fin de siglo. Primera, su magnitud; dado el gran tamaño de los desbalances y de la fragilidad financiera, la corrección no podía ser menor. Segunda, la respuesta procíclica de la política macroeconómica. Como lo anotan Urrutia y Llano, el descalce cambiario dificultaba una respuesta contracíclica de la política monetaria. La persistencia de una inflación alta y de expectativas de inflación no ancladas a la meta tenía un efecto similar. Por su parte, lo que parecía una senda insostenible de la deuda pública impedía una respuesta contracíclica de la política fiscal.

Estos hechos nos dejaron lecciones y cambios en el marco de política que nos permitieron diez años después sobrellevar otra crisis externa, sin las dolorosas secuelas de la crisis del fin de siglo. Aprendimos que la estabilidad macroeconómica y financiera descansa en tres pilares fundamentales:

- *Finanzas públicas sostenibles*. Esto es indispensable para evitar desequilibrios macroeconómicos, contener las expectativas de inflación y permitir una política fiscal contracíclica.
- *Regulación y monitoreo adecuados de los riesgos del sistema financiero*. Esto es imprescindible para minimizar el movimiento procíclico de la oferta de crédito y la probabilidad de quiebras generalizadas en la economía, y, por ende, para suavizar las fluctuaciones del producto y el empleo. También es clave para permitir que el Banco Central se concentre en su objetivo inflacionario sin la restricción que la fragilidad financiera implica. Así mismo, es importante para mantener activo el principal canal de transmisión de la política monetaria y, al moderar los descalces de moneda, para sustentar la flexibilidad cambiaria.
- *Política monetaria enfocada en el control de la inflación, con flexibilidad cambiaria*. El control de la inflación es un objetivo en sí mismo. La combinación de expectativas de inflación ancladas en la meta y la flexibilidad cambiaria facilitan la respuesta contracíclica de la política monetaria ante diversos choques. La flexibilidad cambiaria permite al Banco Central enfocarse en sus objetivos de inflación y suavización del producto, al tiempo que la tasa de cambio contribuye a absorber los choques externos y, por tanto, facilita un mejor ajuste de la economía ante estos. La flexibilidad cambiaria también ayuda a limitar los descalces de monedas y a desarrollar los mercados de cobertura.

La historia de la política macroeconómica y financiera de Colombia desde la crisis de fin de siglo, ha sido la de un continuo avance en la consolidación de los tres pilares mencionados. Los problemas fiscales estructurales se han solucionado gradualmente, aunque el país requiere más progreso en ese frente y en la capacidad de tener una política fiscal anticíclica. La regulación y el monitoreo de los riesgos del sistema financiero hoy ocupan un lugar prominente en varias entidades del Estado. Mejorar la coordinación entre estas es crucial para garantizar

la estabilidad financiera y para enfrentar adecuadamente amenazas de inestabilidad. El manejo monetario se basa hoy en una estrategia que incluye la flexibilidad cambiaria lograda en 1999 y se preocupa por evaluar constantemente los mecanismos de transmisión de la política monetaria, así como el estado y el comportamiento futuro esperado de la economía.

El progreso señalado no debe, sin embargo, llevarnos a la autocomplacencia. Las lecciones aprendidas no deben olvidarse, especialmente en un contexto internacional que nos favorece con altos ingresos por la exportación de bienes básicos, cuyo componente permanente no se puede estimar con precisión, y abundante financiamiento externo. Las crisis y las vulnerabilidades se gestan en los tiempos buenos. Urrutia y Llano nos recuerdan oportunamente lo que sucede cuando dichos tiempos se acaban y los costos de las imprevisiones en alguno o algunos de los tres pilares de la estabilidad macroeconómica se pagan.