

12 de junio de 2003

**Lecciones del siglo XX en el manejo monetario de las crisis
Apartes de la intervención del Doctor Miguel Urrutia Montoya, Gerente General del
Banco de la República, en la Convención Bancaria, junio 12 de 2003**

En el último tiempo se ha presentado un amplio debate sobre la importancia y la posibilidad de hacer política monetaria contracíclica en épocas de crisis.

En este debate, es 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.

El resultado del ejercicio es 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. En esta coyuntura, 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 ser canalizados 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 por divisas y fugas de capital.

Los episodios de crisis estudiados fueron 1928-1931, 1939-1943, 1979-1985 y 1997-2000. Es de resaltar que todas las crisis coincidieron con una caída en los flujos de capital. Las crisis menos profundas de la economía, como la de 1957 y 1966-1967 también coincidieron con fuertes caídas en los flujos de capital.

Hasta 1999, los regímenes de tasa de cambio determinaban lo siguiente: en una crisis de capitales, aumentaba la demanda de dólares y como la tasa de cambio era fija, el Banco de la República reducía sus reservas y la cantidad de dinero. Esto incrementaba la tasa de interés, lo que aumentaba la rentabilidad interna y reducía la salida de capitales, pero afectaba negativamente el crecimiento.

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.

Además, 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 y 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.

En el caso colombiano, el 1999 no se presentó ese efecto, por la coordinación que tuvo este hecho con la firma del Acuerdo con el FMI, y de cuantiosos préstamos con el Banco Mundial y el BID. 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.

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 es 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.

El amortiguador principal del mundo de capitales volátiles que enfrentamos debe ser el sector público, que debe continuar con una política fiscal seria y prudente que le permita tener a la economía algún margen de maniobra ante coyunturas internacionales difíciles. En ausencia de déficit fiscal, la economía depende mucho menos de los flujos de capital.

Aún en un régimen de tasa de cambio flexible, los flujos de capital continúan teniendo implicaciones sobre la política monetaria. En este régimen no es posible aumentar indefinidamente la oferta de dinero para reactivar la economía porque aumenta la inflación y crece la presión sobre la devaluación.

En conclusión, el flujo de capitales es una de las variables más importantes de la economía colombiana. Entre los factores que aseguran un flujo de capitales estable y positivo están: la política de seguridad del Presidente Uribe, el cumplimiento del Acuerdo con el FMI, la formulación de políticas monetarias y fiscales serias y conservadoras, y una imagen de consenso en el Estado alrededor de estas políticas. Es decir, como bien lo indica el título de este seminario, la "confianza es la clave".

Bogotá, junio 12 de 2003