

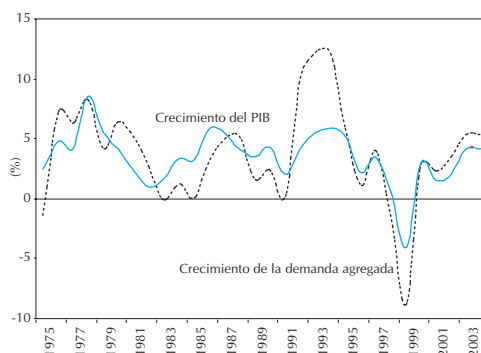
# ¿Por qué fue tan severa la crisis económica de fines de los años noventa?

José Antonio Ocampo G.<sup>1</sup>

Uno de los resultados más desafortunados de la historia económica reciente de Colombia fue, sin duda, el severo ciclo económico que experimentó la economía colombiana durante los años noventa. Este hecho rompió un patrón de ciclos moderados que había exhibido nuestra economía por varias décadas y que era visto como un ejemplo en el contexto latinoamericano y mundial. El ciclo que experimentó la demanda agregada interna fue particularmente intenso. Como lo muestra el Gráfico 1, ni el auge del gasto de 1992-1994 ni la severa recesión de 1999 tenían antecedentes en Colombia.

Las grandes expectativas que generaron el descubrimiento de los yacimientos petroleros de Cusiana y la apertura económica, así como la avalancha de capitales hacia América Latina, fueron el trasfondo del auge del gasto de comienzos de la década. Sin embargo, como lo muestra una copiosa literatura, estos auges tienden a estar sucedidos por crisis, par-

**Gráfico 1. TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB Y LA DEMANDA AGREGADA**



Fuente: Departamento Nacional de Planeación, (DNP).

ticularmente cuando están asociados a un fuerte ciclo de financiamiento. De acuerdo con este razonamiento, las "burbujas especulativas" que se generan durante los auges de financiamiento eventualmente estallan y dan lugar a ajustes económicos, tanto más severos cuanto mayor sea el tamaño de la burbuja.

Colombia había evitado parcialmente esta dinámica a fines de los años setenta y comienzos de los

<sup>1</sup> Secretario General Adjunto de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales. Fue Director de Fedesarrollo durante el periodo 1984-1988.

ochenta,<sup>2</sup> pero cayó víctima de ella en los noventa<sup>3</sup>. Tanto la crisis de comienzos de los años ochenta como la de fines de los noventa estuvieron precedidas -con un rezago en relación con los patrones latinoamericanos en el primer caso- de una expansión del endeudamiento externo e interno, que financió un aumento rápido del gasto público y privado. También en ambos casos se generó un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, cuya contrapartida fue una revaluación real del peso. Sin embargo, el peso relativo de los problemas que enfrentaron los sectores público y privado fue diferente en los dos casos. Curiosamente, y en contra de lo que se afirma a menudo, la diferencia no radicó tanto en el comportamiento del gasto público como en los problemas que enfrentó el sector privado.

El aumento del gasto público fue, sin duda, marcado en los años noventa, aunque menos de lo que indican algunas cifras que se utilizan corrientemente pero que no eliminan las transferencias intergubernamentales. Cuando se hacen los ajustes correspondientes, las cifras son mucho menores. Un documento del Departamento Nacional de Planeación (DNP, 2000, Cuadro 26) muestra, con base en datos del Departamento Nacional de Estadística (DANE) que, neto de tales transferencias intergubernamentales, la expansión del gasto del sector público consolidado fue de poco menos de seis puntos del PIB entre 1990 y 1998. Este aumento neto refleja, por una parte, el aumento del gasto social y en algunos otros sectores (defensa, por ejemplo), pero también la contracción de otros (aquellos que fueron objeto de

procesos de privatización). Los datos del FMI muestran un aumento del gasto primario del sector público consolidado algo mayor, equivalente a diez puntos del PIB durante el mismo período (del 17,3% al 27,5% del PIB).

Este aumento del gasto público no fue muy diferente en su magnitud al que se produjo a fines de los años setenta y comienzos de los ochenta, que fue de nueve puntos del PIB, de acuerdo con las Cuentas Nacionales del DANE. Sin embargo, el aumento de los noventa estuvo mucho mejor financiado que el del episodio previo. En efecto, a través de sucesivas reformas tributarias, de un aumento en las cotizaciones a la seguridad social y de un manejo adecuado de los precios de las empresas públicas, se hizo un esfuerzo consciente por financiar el aumento del gasto. En este sentido, aunque los esfuerzos de generación de ingresos fueron a la postre insuficientes, las Administraciones Gaviria y Samper no tuvieron como propósito explícito aumentar el déficit fiscal, sino más bien llevar a cabo un aumento ordenado del tamaño del Estado<sup>4</sup>.

Gracias al aumento de los ingresos, el déficit fiscal acumulado antes de la crisis de 1998 fue sustancialmente inferior al que precedió a la crisis fiscal de 1984. Durante los cinco años anteriores a esta última, el déficit fiscal acumulado llegó a 23,5% del PIB; durante los cinco años anteriores a la crisis de 1998, a sólo a 7,2%. Por este motivo, mientras el endeudamiento público aumentó en forma acelerada antes de la crisis de los años ochenta, la deuda

---

<sup>2</sup> Para un análisis de los episodios de aquellos años, véase Lora y Ocampo (1986).

<sup>3</sup> Sobre esta última existe una copiosa literatura. Véanse, entre muchos otros, Banco de la República (1999), Carrasquilla (1999), Echeverry (2002) y Villar y Rincón (2003).

---

<sup>4</sup> Esto se puede constatar en los planes de desarrollo de ambas administraciones (DNP, 1991 y 1995). En el caso de la Administración Samper, este resultado se obtenía con la mezcla de déficit altos del Gobierno Nacional Central financiados con excedentes del resto del sector público, tanto las empresas públicas como la seguridad social.

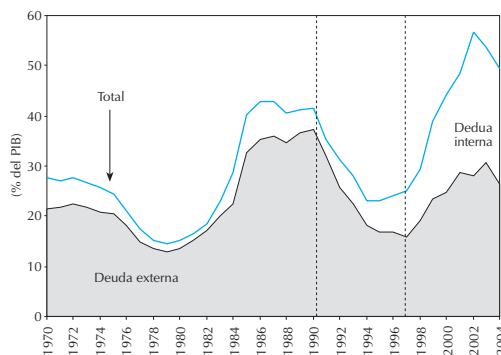
pública nacional era todavía muy inferior en 1997 a la de 1990 (Gráfico 2A). Como es obvio, las privatizaciones ayudaron a contener el aumento de la deuda pública nacional en los noventa. Sin embargo, las transferencias al gobierno de las utilidades de la cuenta especial de cambios del Banco de la República habían tenido un efecto similar (o incluso superior) en los ochenta, así como las bajas tasas de interés pactadas entre el gobierno y el emisor, como tenedor de una parte importante de la deuda pública interna, práctica que desapareció con la autonomía del Banco de la República.<sup>5</sup> De hecho, en el período reciente, el déficit fiscal y la deuda pública sólo explotaron en 1998-1999, es decir, durante el proceso mismo de ajuste, cuando el crecimiento del gasto ya se había detenido. Los efectos de la recesión sobre los ingresos públicos y la explosión del servicio de la deuda, como consecuencia de las altas tasas de interés y la devaluación, explican este resultado. Cabe agregar que, al igual que en los años ochenta, el aumento del gasto público mostró ser estructural, por lo cual el ajuste que se pudo realizar por la vía de reducciones de los egresos públicos fue muy limitado en uno y otro caso. De hecho, a fines de la Administración Pastrana el gasto primario del sector público no financiero era, de acuerdo con los cálculos del FMI, superior al de 1998 (29,0% versus el citado 27,5% del PIB).

A diferencia del patrón que experimentaron el déficit fiscal y la deuda pública, los problemas asociados al gasto y déficit privados fueron mucho más severos durante la crisis reciente que en los ochenta. Cuando se miran los datos de endeudamiento externo, la comparación es inequívoca: la deuda

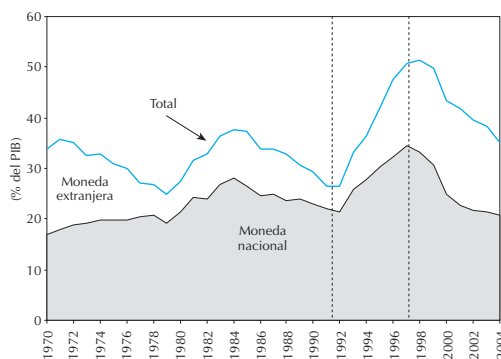
externa de Colombia aumentó 14.700 millones de dólares entre 1991 y 1997; de ellos 13.400, es decir más del 90%, fue endeudamiento privado, que de hecho se multiplicó por siete en estos años. Por el contrario, el sector privado concentró menos de la tercera parte del endeudamiento externo adicional de 1979-1983. Más aún, el endeudamiento total del sector privado, interno y externo, aumentó en el equivalente a 24.7 puntos del PIB entre 1991 y 1997, casi el doble de 1979-1983 (Gráfico 2B). Los años de euforia del gasto, 1992-1995, coincidieron, además, con el cambio de una situación de su-

**Gráfico 2. DEUDA PÚBLICA Y PRIVADA**

**A. Endeudamiento público**



**B. Endeudamiento privado**



Fuente: cálculos propios con base en datos del Banco de la República.

<sup>5</sup> Véase un análisis detallado de estos temas y de los problemas de comparabilidad de las cifras de déficit fiscal, en Ocampo (1997).

perávit del sector privado, que se había mantenido desde 1975, a una de déficit, es decir una situación en que el ahorro privado era insuficiente para financiar su inversión. Esta fue la gran diferencia entre ambas crisis: durante más de una década antes de la crisis de comienzos de los ochenta, el sector privado generó superávit; 1998 fue, por el contrario, el sexto año consecutivo de déficit privados.

Así las cosas, la crisis de fines de los años noventa fue más severa que la de comienzos de los ochenta, no tanto por su dimensión fiscal (que también jugó, sin duda, un papel, pero especialmente durante la propia crisis, cuando la trayectoria de la deuda pública se tornó explosiva), sino porque enfrentó a un sector privado financieramente frágil. El excesivo endeudamiento interno y externo generó, en efecto, una gran sensibilidad, tanto a aumentos de las tasas de interés como a una devaluación de la tasa de cambio. Eventualmente, ambos se produjeron, generando un serio deterioro patrimonial del sector privado y, en consecuencia, un fuerte ajuste del gasto de dicho sector. La magnitud de la crisis financiera nacional fue similar en ambos episodios, equivalente a un costo de 5-6% del PIB. Sin embargo, la primera tuvo un mayor peso relativo de mala regulación prudencial y malas prácticas bancarias; la segunda, un peso elevado de deterioro patrimonial.

En el trasfondo de los problemas de inestabilidad macroeconómica que se enfrentaron en la década de los noventa existen, por supuesto, dos temas adicionales. El primero son los problemas de economía política que hacen que sea difícil adoptar medidas macroeconómicas restrictivas en medio de la abundancia de financiamiento externo. El segundo es el problema de coordinación, que se presenta como resultado de la autonomía del banco central que rige en Colombia a partir de la Constitución de 1991, entre la política monetaria y cambiaria, en

cabeza del Banco de la República, y la política fiscal, a cargo del gobierno.

El pasado relativamente exitoso de Colombia en materia de estabilidad macroeconómica indica que fue capaz de manejar el primero de estos dilemas cuando no existía dicha dualidad institucional, pero ello exigía un complejo aparato de intervención en los mercados cambiario y financiero. Este sistema de intervención desapareció con las reformas financiera y cambiaria de los años noventa, que coincidieron con el otorgamiento de autonomía al Banco de la República.

Al igual que aconteció con la reforma comercial, puede decirse que no había una auténtica demanda de cambio en este frente, más allá de las que eran consistentes con la tradición gradualista del país. De hecho, pocos años antes, al celebrarse en 1987 las dos décadas del control de cambios creado por el famoso Decreto Ley 444 de 1967, las evaluaciones de dicho instrumento habían sido muy positivas<sup>6</sup>. El propio significado de la autonomía que la Constitución otorgó al Banco de la República ha sido objeto de controversia. Algunos constituyentes han señalado que la mención explícita a la "coordinación con la política económica general" al cual hace mención el artículo de la Constitución que establece la autonomía del Banco fue un reconocimiento explícito de las limitaciones de dicha autonomía y, en cierto sentido, de su subordinación al gobierno, que es quien determina la política económica general<sup>7</sup>. Por lo demás, basado en las polémicas que suscitó el manejo monetario y cambiario del Banco durante sus primeros años como ente in-

---

<sup>6</sup> Véase, por ejemplo, Fernández (1987).

<sup>7</sup> Véase, al respecto, Palacio Rudas (1995). Esta interpretación contrasta con otras que se presentan en Steiner (1995).

dependiente, un fallo de la Corte Constitucional determinó en 1999 que la autonomía del Banco era limitada, ya que el manejo monetario, crediticio y cambiario debe realizarse en el marco de la reglamentación legal de las normas constitucionales por parte del Congreso y en coordinación con la política económica general que determina el gobierno nacional<sup>8</sup>. Además, señaló enfáticamente que, aunque la inflación era el objetivo central de la política cambiaria, el Banco debía velar por los efectos de sus políticas sobre las variables reales de la economía, en particular sobre la actividad económica y el empleo.

No obstante, cabe recordar que el Banco de la República mantuvo instrumentos de control de cambios cuando estableció las nuevas normas cambiarias en 1993 -la obligación de canalizar la mayor parte de las divisas a través del mercado regulado y la posibilidad de retornar a un mercado regulado si las circunstancias lo aconsejaban- y adoptó un sistema de regulación de los flujos de capital similar al chileno. El encaje al endeudamiento externo fue utilizado con rigor en algunas coyunturas, especialmente en 1994-1995 y 1997, y mostró entonces cierta efectividad<sup>9</sup>.

Los problemas de coordinación entre las dos autoridades macroeconómicas se manifestaron con fuerza en el manejo de la política cambiaria a lo largo de los años noventa. El sesgo revaluacionista del Banco se hizo evidente a fines de 1991 y, nuevamente, cuando se revaluó la banda cambiaria en diciembre de 1994. Por el contrario, cuando la presión del

mercado empujó hacia la devaluación del peso en 1998-1999, el Banco prefirió elevar drásticamente las tasas de interés para defender la banda cambiaria y sólo ajustó ésta en forma tardía. Los costos de esta decisión fueron considerables. En efecto, dado el fuerte aumento del crédito interno entre 1991 y 1997, el alza de las tasas de interés generó un deterioro patrimonial y un efecto recesivo sobre el sector privado no financiero, en magnitudes que el país no conocía<sup>10</sup>. Dado el creciente endeudamiento público a tasas de mercado -un hecho sin precedentes en la historia fiscal del país, según vimos- la fuerte alza de las tasas de interés contribuyó también a desestabilizar la trayectoria de la deuda pública.

En el caso del sector privado, unos cálculos simples corroboran estas apreciaciones. Así, mientras la carga de los intereses reales pagados al sistema financiero nacional durante los años de ajuste de la década de los ochenta, en 1983-1988, fue del 3,1% del PIB por año, en 1998-1999 alcanzó el 6,4%. Lo contrario aconteció con las pérdidas cambiarias, pese a que la deuda externa era más alta en los noventa. Las pérdidas cambiarias acumuladas alcanzaron, en efecto, 4,6% del PIB en 1984-1986 versus 2,7% en 1997-1999.

De esta manera, la elección que hizo el Banco de la República por aumentar drásticamente las tasas de interés en vez de ajustar más rápidamente el tipo de cambio terminó agudizando la crisis patrimonial del sector privado y acelerando el aumento de la deuda pública. El Banco temió que una devaluación temprana comprometería los logros en mate-

---

<sup>8</sup> Corte Constitucional, Sentencia C-481/99.

<sup>9</sup> Ocampo y Tovar (2003) y Villar y Rincón (2003). Una visión menos positiva de los efectos del encaje puede encontrarse en Cárdenas y Steiner (2000).

---

<sup>10</sup> El crítico más conocido de este manejo procíclico de la política monetaria y cambiaria ha sido Javier Fernández, a través de su carta empresarial *Prospectiva Económica y Financiera*. Véase, en particular, Fernández (2000).

ria de reducción de la inflación, que habían sido muy precarios antes de la crisis (cabe recordar que el año 1997 fue el primero en el cual se logró la meta de inflación del Banco). La idea de que la devaluación aceleraría la inflación era quizás infundada, dado que la rápida expansión de la demanda se había detenido desde 1996 (véase nuevamente el Gráfico 1). Así probó serlo a la larga, pero la opinión de la mayoría de los economistas estuvo entonces del lado del punto de vista del Banco. Una vez desencadenada la crisis, existió también el temor de que liberar el tipo de cambio generaría un descontrol de dicha variable, como había acontecido en varios países del Asia en 1997. En favor del Banco, puede decirse que la devaluación real se hizo en forma ordenada, sin perturbar las tendencias favorables de la inflación y manteniendo un nivel de reservas internacionales elevado.

Como sabemos, la recesión fue seguida por una recuperación lenta, en gran medida inducida por el deterioro patrimonial del sector privado y por la aguda contracción del financiamiento externo al mundo en desarrollo. La fuerte disminución del ritmo de inflación y el sistema de cambio flexible que se adoptó en septiembre de 1999, permitieron que el Banco diera paso a un manejo anticíclico en los primeros años de la década actual, que contrasta con el sesgo procíclico que caracterizó la política monetaria durante los años noventa. Si el manejo de las tasas de interés durante la crisis fue el principal error, esta corrección de rumbo ha sido el principal acierto del Banco de la República durante su etapa como ente autónomo.

## BIBLIOGRAFÍA

- Banco de la República (1999), *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, Bogotá, julio.
- Cárdenas, Mauricio y Roberto Steiner (2000), "Private Capital Flows in Colombia", en Felipe Larraín (ed.), *Capital Flows, Capital Controls, and Currency Crises: Latin America in the 1990s*, The University of Michigan Press, Ann Arbor.
- Carrasquilla, Alberto (1999), *Estabilidad y gradualismo: ensayos sobre economía colombiana*, Bogotá, Banco de la República/Tercer Mundo Editores.
- DNP (Departamento Nacional de Planeación) (2000), *Coyuntura económica e indicadores sociales*, Boletín No. 26, SISD, Bogotá, julio.
- \_\_\_\_\_(1995), *El Salto Social, Plan Nacional de Desarrollo 1994-1998*, Bogotá.
- \_\_\_\_\_(1991), *La revolución pacífica*, Bogotá.
- Echeverry, Juan Carlos (2002), *Las claves del futuro: economía y conflicto en Colombia*, Bogotá, Editorial Oveja Negra.
- Fernández, Javier (2000), "Recuperación o catástrofe: proyecciones macroeconómicas 2000-2001", Seminario Prospectiva Económica y Financiera, febrero 16.
- \_\_\_\_\_(1987), "Justificación económica del Estatuto Cambiario Colombiano", en *Colombia: 20 años del régimen de cambios y de comercio exterior*, Vol. 2, Bogotá, Banco de la República.
- Lora, Eduardo y José Antonio Ocampo (1986), "Política macroeconómica y distribución del ingreso en Colombia: 1980-1990", *Coyuntura Económica*, octubre.
- Ocampo, José Antonio (1997), "Una evaluación de la situación fiscal colombiana", *Coyuntura Económica*, vol. 27, N° 2, Bogotá, junio.
- \_\_\_\_y Camilo Tovar (2003), "La experiencia colombiana con los encajes a los flujos de capital", *Revista de la CEPAL*, No. 81, Santiago de Chile, diciembre.
- Palacio Rudas, Alfonso (1995), "Los instrumentos que maneja el Banco de la República como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia", en Steiner (1995).
- Steiner, Roberto, comp. (1995), *La autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, Bogotá, Fedesarrollo-Tercer Mundo Editores.
- Villar, Leonardo y Hernán Rincón (2003), "The Colombian Economy in the Nineties: Capital Flows and Foreign Exchange Regimes", en Albert Berry (ed.), *Critical Issues in Financial Reform: A View from the South*, New Brunswick, N.J., Transaction Publishers.