
**Memorias de la recesión de fin de siglo en Colombia:
flujos, balances y política anticíclica**

Departamento Nacional de Planeación

Director

Juan Carlos Echeverry Garzón

Subdirector

Tomás González Estrada

Secretaria General

Marta Mercedes Castrillón Simmonds

Dirección de Estudios Económicos

Andrés Escobar A.

Coordinadores

Francisco González Rodríguez

Marcela Umaña Aponte

Editor

Diego Hernán Cárdenas

Diseño y diagramación

Patricia Espitia Castiblanco

Fotografía

Cortesía revista Semana

Impresión

Quebecor Impreandes

ISSN

0124-6240

© Departamento Nacional de Planeación

Calle 26 No. 13-19 - piso 18

www.dnp.gov.co

Teléfono: 596 0300

Primera edición: Enero de 2001

Impreso y hecho en Colombia

Printed and made in Colombia

Economía Colombiana

Boletines de divulgación económica

7



Memorias de la recesión de fin de siglo en Colombia: flujos, balances y política anticíclica

Juan Carlos
Echeverry Garzón

Dirección de
Estudios Económicos

Departamento Nacional
de Planeación

Enero de 2001
Bogotá, D.C.

Contenido

Presentación	7
Introducción	9
La recesión de la economía colombiana	11
Los flujos	14
Los balances	21
La política anticíclica de 1997-1998	24
La espiral recesiva	30
Las perspectivas	36
Bibliografía	39

Lista de gráficos

Gráfico 1	Crecimiento PIB trimestral. 1979 - 1999	12
Gráfico 2	Exportaciones de petróleo. Millones de dólares, 1990 - 2002 py _	15
Gráfico 3	Ingresos tributarios y gastos totales, Gobierno Nacional Central 1950 - 1998 (% del PIB)	17
Gráfico 4	Formación bruta de capital fijo público y privado 1980 - 1998 (% del PIB)	17
Gráfico 5	Inversión de departamentos y municipios 1985 - 1998 (% del PIB)	18
Gráfico 6	Gasto del sector público no financiero 1990 - 1998 (% del PIB)	18
Gráfico 7	Razón: precio de bienes transables/precio de bienes no transables. 1989 - 1999	18
Gráfico 8	Ahorro privado e importación de bienes durables 1981 - 1997 (% del PIB)	18
Gráfico 9	Ahorro privado e importación de bienes no durables 1981 - 1997 (% PIB)	19
Gráfico 10	Ahorro total, ahorro público y ahorro privado 1970 - 1998 (% del PIB)	19
Gráfico 11	Cuenta corriente de la balanza de pagos, déficit Gobierno Nacional y déficit del sector público no financiero 1992 - 1998 (% PIB)	20
Gráfico 12	Ahorro total, ahorro público y ahorro privado 1973 - 1997 (% del PIB)	22

Gráfico 13	Servicio de la deuda para vivienda 1975 - 1998 (% PIB)	22
Gráfico 14	Servicio de la deuda para vivienda como porcentaje del ahorro privado. 1975 - 1998	22
Gráfico 15	Ingreso, gastos y déficit del Gobierno Nacional Central Últimos 4 trimestres. 1996 - 1998 (% PIB)	25
Gráfico 16	Balanza comercial, exportaciones e importaciones Miles de millones de dólares FOB, últimos 12 meses	25
Gráfico 17	Tasas de interés real de colocación y de captación 1996 - 1998	25
Gráfico 18	Crecimiento anual* de la base monetaria. 1995 - 1999	27
Gráfico 19	Tasa de cambio nominal y banda cambiaria. 1997 - 1999	27
Gráfico 20	Variación de las reservas internacionales brutas y netas 1995 - 1998	28
Gráfico 21	Evolución de las tasas de interés. 1997 - 1998	28
Gráfico 22	Índice de precios relativos de la vivienda nueva para Bogotá	31
Gráfico 23	Crecimiento anual de la cartera total. 1990 - 1999	32
Gráfico 24	Déficit fiscal y en la cuenta corriente (% PIB), y tasa de desempleo. 1976 - 1998	32
Gráfico 25	Balance de hogares y empresas	34

Presentación

Los *Boletines de divulgación económica*, elaborados por la Unidad de Análisis Macroeconómico del Departamento Nacional de Planeación, cumplen con el objetivo de hacer accesible al público aspectos de la economía colombiana.

Ha sido usual que los temas económicos hayan creado una barrera entre el público y los economistas profesionales. Buena parte de esa barrera resulta de un lenguaje especializado y del conocimiento de unos hechos determinados sobre el funcionamiento de la economía en unos mercados específicos. Los *Boletines de divulgación económica* buscan romper esas barreras. De un lado se emplea un lenguaje accesible para exponer temas complejos y, de otro, se pretende proveer al lector con los hechos más sobresalientes de aspectos centrales de la economía colombiana. El objetivo es llegar a un amplio espectro de lectores y promover la discusión documentada de los temas económicos.

Las opiniones expresadas en los Boletines son responsabilidad de los autores, y no comprometen al Departamento Nacional de Planeación.

Introducción¹

¿Qué es una recesión?

Una recesión es una corrección. Una corrección de inventarios, acumulados a raíz de perspectivas optimistas de ventas por parte de los empresarios. Cuando su oferta salió al mercado no encontró allí la demanda que había presupuestado, lo cual forzó la acumulación de un nivel indeseado de inventarios. La única forma de retornar el nivel de inventarios a su monto deseado, en términos físicos y financieros, es disminuir el ritmo de producción por debajo de la demanda. El lapso necesario para esta corrección es lo que se conoce como recesión.

¿Cómo se generó la recesión de final de los años noventa, qué profundidad tuvo, cuánto duró y qué medidas se adoptaron para enfrentarla? Son las preguntas que deben ser respondidas a la luz de los hechos que indujeron a los productores a esperar excesivos niveles de demanda y a los consumidores a disminuir sus compras.

* Las opiniones son estrictamente personales y no comprometen al DNP. El autor agradece la colaboración de Gabriel Piraquive, la asistencia de Claudia Meza e Igor Esteban Zuccardi, y a Nelly Martínez su diligente labor de mecanografía y su paciencia. También agradece los comentarios de Humberto Mora y los asistentes al Seminario del DNP. Este documento es el resultado de los seminarios dictados en las Universidades Nacional de Colombia, Libre y el Politécnico Grancolombiano.

LA RECESIÓN

de la economía colombiana



Durante los últimos tres años la principal preocupación de los economistas profesionales ha sido explicar la recesión que atravesó la economía colombiana. Este tema ha implicado un esfuerzo de reflexión y autocrítica frente al trabajo adelantado hasta finales de 1998, no sólo por parte del Gobierno sino del gremio de economistas e investigadores como un todo. El presente documento es, pues, una reflexión en esa dirección. Se denomina “Flujos, balances y política anticíclica” porque justamente considero que ahí radica el problema. En buena parte, durante los últimos años se identificó el problema de flujos como aquel que requería mayor atención macroeconómica. Es decir, los déficit fiscal y cambiario que representaban un exceso del gasto y que estaban generando un desplazamiento de la inversión privada. Dada la profundidad de la recesión y los síntomas que se han visto desde el último trimestre de 1998, se debe concluir que hubo un problema de balances¹ tan severo como el de flujos. El origen de éste radica en las decisiones que han tomado los colombianos, tanto el gobierno como el sector privado, desde principios de la década, y en el tipo de política anticíclica adoptada para enfrentar la coyuntura de 1996 y 1997.

El artículo recoge, primero, una interpretación sobre cómo se generó el *boom* de consumo, es decir, el auge en el gasto privado y público en los primeros años de la década, y cómo este llevó a una importante acumulación de deuda por parte de las empresas, de los hogares y del gobierno. En segundo lugar, se analiza qué tipo de política se adoptó entre 1997 y 1998 para enfrentar el primer período recesivo de la actual coyuntura (1996.4 – 1997.1). Con base en ésto se discute la estrategia de flujos adoptada y se muestra cómo ha

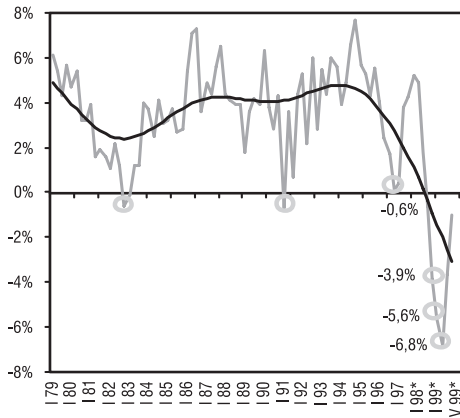
1 El uso del término “balances” es idéntico al que se hace en contabilidad, y se refiere al balance financiero de una firma o una familia, en el cual se registran los saldos de sus activos, pasivos y patrimonio; es lo que los economistas entienden como variables “*stock*”.

habido cambio en el énfasis, de un problema principalmente de flujos a uno simultáneo de flujos y balances en la actualidad.

¿Cuál es el fenómeno que se debe explicar? En el Gráfico 1 se aprecia el crecimiento trimestral del PIB. La línea suave es la tendencia, que resulta de filtrar las fluctuaciones a corto plazo de la serie; la misma exhibe una caída sustancial desde el año 1994 hasta el fin de 1999, de niveles cercanos a 4.5% a los característicos de una fase recesiva. Otro hecho notable es que en un lapso tan breve se presentaron dos recesiones. Los círculos señalan los períodos de recesión en la economía².

En efecto, el país experimentó una recesión a mediados de 1983; otra en 1991; luego una más entre 1996 y 1997; y finalmente, la más profunda en 1999. Las recesiones están espaciadas por períodos de 6 a 7 años. Por lo tanto, es notorio que la última recesión se produce solo un año después de la anterior. Adicionalmente se debe resaltar su severidad. En los últimos cincuenta años no se había presentado una tan drástica como la que se vivió en 1999. ¿Por qué se presentaron dos recesiones en un lapso tan breve, y por qué la última registró esa profundidad? Esos son los hechos que deben ser explicados.

Gráfico 1
Crecimiento real del PIB trimestral
1979 - 1999



* Cifras preliminares.
Fuente: DNP - DEE.

2 La definición técnica de recesión son dos trimestres de crecimiento negativo en la economía.

La explicación que presenta este artículo es que las recesiones de 1996-1997 y 1998-1999 pertenecen al mismo fenómeno, esto es, a una disminución en el crecimiento tendencial de la economía; y su origen se remonta a las decisiones tomadas en la economía colombiana en los últimos 8 años.

La hipótesis que se busca demostrar es que hogares, empresas y gobierno entraron a una fase de gasto acelerado a lo largo de la década, por encima de su generación de ingresos, que los llevó a producir déficit sostenidos y persistentes; es decir, un problema de flujos. Esto condujo a acumular un nivel de deudas que aumentó considerablemente sus pasivos y su vulnerabilidad financiera, lo cual creó un problema en sus balances. Esta situación alimentó, por espacio de 6 años, las condiciones para una fase recesiva, que empezó a finales de 1996.

Como respuesta a esa desaceleración la política económica promovió una burbuja de actividad económica entre 1997 y principios de 1998. Haber pretendido superar la recesión de 1996-97 con una política cortoplacista de índole keynesiano tradicional precipitó un ataque cambiario, al cual se respondió con un aumento sin precedentes de las tasas de interés. Este hecho, a su vez, detonó el problema acumulado en los balances de los hogares y las empresas y condujo a la economía a una recesión sin precedentes.



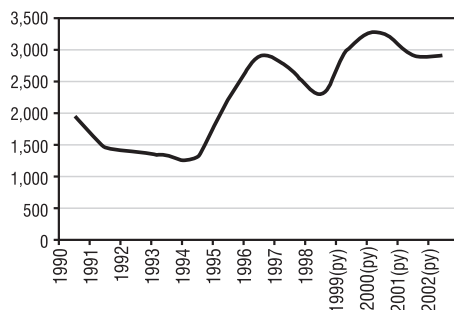


LOS FLUJOS

El origen de estos hechos se remonta al principio de la década. Colombia ha sido por tradición un país con recursos limitados y entra a la década de los noventa con tres circunstancias muy particulares. Primero, durante los años ochenta y principios de los noventa se da un auge significativo de exportaciones ilegales, que, sobra recalcarlo, generó importantes fortunas y constituyó genuinamente un *boom* externo. De acuerdo con Steiner (1997) durante los años ochenta dichas ventas ilegales pudieron alcanzar el 8% del PIB; nivel del cual han descendido hasta la actualidad cuando pueden presentar cerca del 2% del PIB. En forma clara se pasó de un período de *boom* de exportaciones ilegales a una época de un nivel más estable y más bajo.

El segundo hecho notorio de los años noventa es que al principio de la década hubo importantes hallazgos de petróleo, cuyo efecto en las exportaciones puede apreciarse en el Gráfico 2. Como consecuencia de los mismos, desde 1997 hasta el año 2002 los campos de Cusiana y Caño Limón le permitirían al país contar con cerca de US\$ 3.000 millones al año. Si bien entre 1991-1994 este nivel es cercano a US\$ 1.500 millones es pertinente preguntarse ¿qué le sucede a un país cuando enfrenta la posibilidad de que en 6 años obtenga un ingreso tan importante, que puede alcanzar el 25% de las exportaciones y entre el 6 y el 8% del PIB?

Gráfico 2
Exportaciones de petróleo
Millones de dólares, 1990 - 2002 py



Fuente: Banco de la República.

Lo primero que le sucede es que se cree nuevo rico. Ahora bien, si exclusivamente el país creyera esto la situación no sería tan preocupante; el problema se agrava cuando, además, los banqueros también lo consideran así. En Nueva York y en Washington se sabía que la nación iba a tener un ingreso futuro representado por el área debajo de la curva en el Gráfico 2; es obvio que ello condujo a ampliar el cupo de préstamos disponible para esta economía. En ese momento se relajó la “restricción de liquidez”, y Colombia pasó de tener un acceso restringido al crédito a una disponibilidad prácticamente ilimitada del mismo. Se debe recalcar también que este fenómeno coincide con una mayor atención de los mercados financieros internacionales a las denominadas “economías emergentes”. La restricción de liquidez del país, como un todo, y del gobierno, en particular, se relaja no cuando empiezan a aumentar las exportaciones sino en el momento en que se crean las expectativas, lo que sucede seis años antes. El gasto del gobierno nacional central pasó, entonces, del 13% del PIB en 1990 a 19% en 1998 (Gráfico 3).

Una buena parte de este gasto, 4 puntos del PIB, se derivó de la nueva Constitución. En primer lugar, una parte se dirigió hacia educación y salud, básicamente a través de las regiones (Cuadro 1). Segundo, las transferencias realizadas por el gobierno central a la seguridad social pasaron de 0.92% del PIB en 1990 a 2.01% en 1998, un incremento anual de 1.09% del PIB. Finalmente, la reestructuración del sector justicia implicó un aumento en el gasto anual del gobierno central de 0.41% del PIB.

Cuadro 1
Crecimiento del gasto en el gobierno nacional central
explicado por normas legales y constitucionales, 1990-1998 (%PIB)

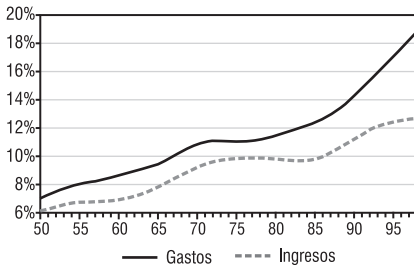
1. Transferencias territoriales	3.01		3.24	3.93	4.33	4.25	4.18	5.11	5.05	5.1	2.1		
Participación de municipios	Ley 60/93 Art.356 y 357		0.8	1.01	1.34	1.56	1.43	1.44	1.75	1.79	1.84	1.05	
Situado Fiscal	Ley 60/93 Art.356 y 358		2.01	2.03	2.4	2.56	2.6	2.49	2.96	2.74	2.48	0.48	
Universidades regionales	Ley 30 de 1992		0.19	0.18	0.17	0.2	0.2	0.23	0.23	0.22	0.22	0.03	
IVA nuevos departamentos	Ley 60/93		0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01		
Fondo de Compensación Educativa	Ley 188/1995								0.15	0.29	0.56	0.55	
2. Transferencias de seguridad social			0.92	0.98	1.13	1.26	1.54	1.83	2.1	2.08	2.19	1.27	
S.S. pública			0.92	0.98	1.13	1.26	1.44	1.64	1.93	1.97	2.01	1.09	
Pensiones	Ley 100/1993*		0.92	0.98	1.1	1.24	1.38	1.53	1.82	1.86	1.91	0.99	
Servicios médicos													
Foncolpuertos	Plan de modernización				0.01		0.02	0.02	0.03	0.04	0.04	0.04	
Fondo pasivo ferrocarriles salud	Plan de modernización						0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	
Campañas y planes nacionales de salud	Ley 100/1993				0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	
Fondo prestaciones públicas sector nacional	Ley 100/1993							0.06	0.05	0.04	0.03	0.03	
Régimen subsidiado							0.1	0.19	0.17	0.11	0.18	0.18	
Subsidios Fosga	Ley 100/1993*						0.08	0.06	0.05		0.06	0.05	
Otros	Ley 100/1993*						0.02	0.13	0.12	0.11	0.12	0.12	
3. Subsidios tarifas eléctricas	Ley 142 y 145 fr 1994 Art.350				0.04	0.06	0.06	0.08	0.13	0.09	0.09	0.09	
4. Plan de modernización del Estado	(Planes de Retiro)			0.1	0.18	0.33	0.14					0.14	
5. Reestructuración del sector Justicia**	Ley 4 de 1992***		0.6	0.59	0.71	1.05	1.02	1.07	1.01	1.01	1.01	0.41	
Total			4.53	4.91	5.99	7.03	7.01	7.16	8.35	8.23	8.39	3.87	

* Costos incrementales para salud, régimen subsidiado, garantía de pensión mínima y aumento de pensiones.

** Incluye la creación de la fiscalía, la Corte Constitucional, la Defensoría y el nuevo régimen salarial.

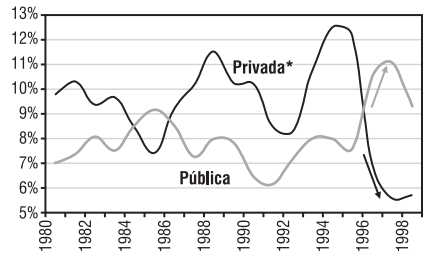
*** Libro VIII, Capítulo 1 a 7, Artículo 150, ord. 179.

Gráfico 3
Ingresos tributarios y gastos totales,
Gobierno Nacional Central
1950 - 1998 (% del PIB)



Fuente: Fainboin, I. y Rodríguez, C. (1999).

Gráfico 4
Formación bruta de capital fijo
público y privado
1980 - 1998 (% del PIB)



* Incluye hogares, empresas privadas e instituciones financieras.

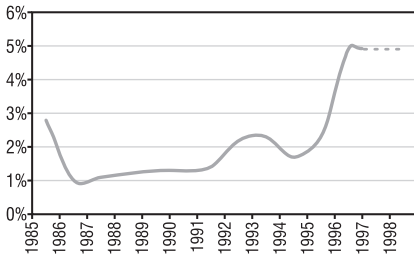
Fuente: Dane, DNP - DEE.

Así mismo a lo largo de la década se observó un aumento en la inversión pública de un nivel de 6.1% del PIB en 1991, a 7.6% en 1995 y a 11% del PIB en 1997 (Gráfico 4). Para financiar estos gastos el gobierno presionó la tasa de interés al alza y el tipo de cambio hacia la apreciación. Es interesante que si bien el sector central llevó su inversión de 2.3% a 2.8% del PIB desde 1993 hasta 1997, fue realmente en los niveles subnacionales de gobierno donde se produjo un gran salto en el gasto en inversión, que pasó de 1.5% del PIB a 5% entre 1996 y 1998. Con un monto considerable de transferencias por recibir, las regiones ganaron acceso a los fondos del sistema financiero, desplazaron al sector privado y se apropiaron de los recursos para inversión. Este no fue un gasto muy productivo y en buena parte fue financiado con deuda.

En suma, el país generó más gasto y lo orientó hacia justicia, seguridad, gasto social e inversión en las regiones. En total el sector público no financiero pasó de gastar 24% del PIB en 1990 a 38% en 1998 (Gráfico 6); con un salto grande de 24% a 28% durante el primer cuatrienio, y uno sustancial de 10 puntos porcentuales en el segundo.

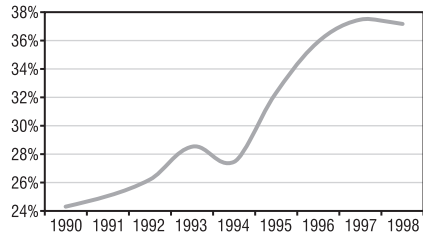
Ese incremento del gasto público fue intensivo en bienes y servicios no transables, es decir aquellos que no compiten con el exterior: salarios de empleados y funcionarios, gastos generales y obras, que son intensivos en insumos no transables. Este hecho condujo a un aumento en el precio de los bienes no transables con relación al precio de los bienes transables que son aquellos que están buscando competir con el resto del mundo (Gráfico 7).

Gráfico 5
Inversión de departamentos y municipios
1985 - 1998 (% del PIB)



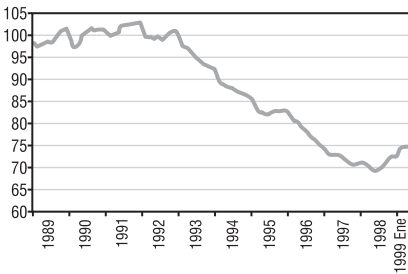
Fuente: DNP, Confis - Ministerio de Hacienda.

Gráfico 6
Gasto del sector público no financiero
1990 - 1998 (% del PIB)



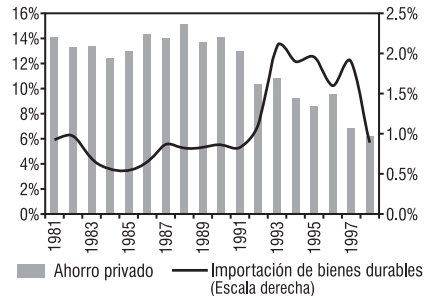
Fuente: DNP.

Gráfico 7
Razón: precio de bienes transables/
precio de bienes no transables
1989 - 1999



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 8
Ahorro privado e importación de
bienes durables
1981 - 1997 (% del PIB)



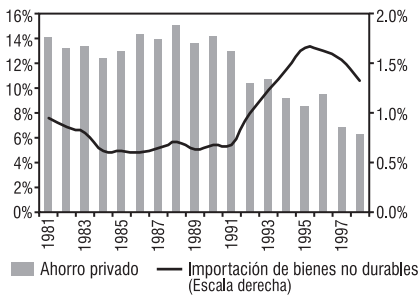
Fuente: Banco de la República y DNP.

Desde el punto de vista cambiario eso quiere decir que hay una apreciación del tipo de cambio real, o sea un fortalecimiento del peso y, en concreto, un aumento del salario en términos de bienes importados. El costo real de las mercancías extranjeras cayó durante seis años, fortaleciendo la capacidad adquisitiva de los salarios colombianos.

Como consecuencia se presentó un aumento considerable en las importaciones de bienes de consumo durables y no durables. Las primeras crecieron sensiblemente en un lapso de un año (Gráficos 8 y 9). Tal como muestran los gráficos, el ahorro privado pasó de 15% del PIB en 1989 a 6% en 1996. En los bienes no durables ocurrió algo similar: pasaron de 0.6% del PIB a 1.6% entre 1991 y 1995. Si se suma el incremento anormal de las importaciones después

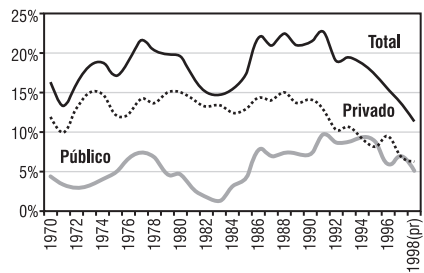
de 1991 el monto total asciende a 8 billones de dólares (sin contar el contrabando). Steiner (1994) ha calculado un monto de contrabando entre US\$ 1.500 y US\$ 2.000 millones anuales, con lo cual el país gastó adicionalmente cerca de diez mil millones de dólares en importaciones en tres o cuatro años.

Gráfico 9
Ahorro privado e importación de
bienes no durables
1981 - 1997 (% PIB)



Fuente: Banco de la República y DNP.

Gráfico 10
Ahorro total, ahorro público y
ahorro privado
1970 - 1998 (% del PIB)



(pr) preliminar.

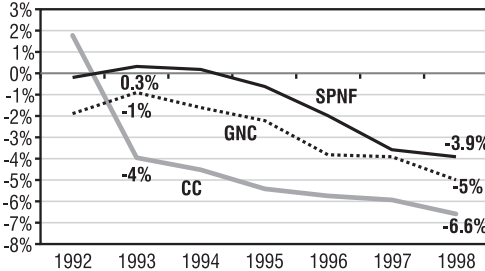
Fuente: DNP.

En suma, tanto el gobierno como el sector privado aumentaron considerablemente su gasto. Un hecho notable fue el aumento en las cotizaciones de seguridad social a causa de la reforma laboral. Ese ahorro contribuyó básicamente a proveer más recursos para el sector público. En Chile y en países que han hecho una sana reforma laboral estos recursos se han dirigido al mercado a través del sistema financiero y los fondos administradores de pensiones; y han implicado tasas de interés más bajas, mayor liquidez, más generación de créditos por parte del sector financiero y mejores posibilidades de inversión. En Colombia ello redundó en una mayor fuente de recursos para el sector público. Hay que reconocer que, a la vez, la reforma aumentó los costos para este sector, a raíz de que tuvo que sincerar sus pensiones. Pero lo que pagó se lo prestó a sí mismo.

Entonces, en esos diez años se pasó de un ahorro nacional del 22% del PIB a un ahorro del 13% (Gráfico 10). Aparte de que se ahorró poco la economía se orientó a producir no transables. Buena parte del gasto del sector privado se canalizó, también, a la adquisición de vivienda. Entre 1991 y 1995 el empleo en este sector pasó de 300 mil a 450 mil personas y los créditos se multiplicaron por 2 en términos reales.

El problema de flujos se resume en el gráfico que muestra la cuenta corriente de la balanza de pagos, el déficit del gobierno nacional central y el del sector público no financiero. Cuando un país gasta más de lo que tiene debe conseguir recursos externos y los recibe por varias vías: inversión extranjera directa, venta de bonos o deuda directa con el sistema financiero internacional, etc. Si no puede financiarse utiliza el ahorro acumulado en las reservas internacionales. Colombia durante esta década acumuló reservas internacionales; lo que quiere decir que las fuentes externas de recursos sobrepasaron el déficit de la cuenta corriente. La pregunta relevante es si lo que se financia es una buena inversión en la cual hacia el futuro la rentabilidad genere los recursos para servir la deuda. Si por el contrario lo que se financia es gasto “malo”, o si existen escapes considerables de recursos hacia fines pocos rentables, entonces se está creando un problema para el futuro.

Gráfico 11
Cuenta corriente de la balanza de pagos,
déficit Gobierno Nacional y déficit del sector
público no financiero
1992 - 1998 (% PIB)



SPNF: Sector público no financiero.
 GNC: Gobierno Nacional Central.
 CC: Cuenta corriente.
 Fuente: DNP - DEE, Ministerio de Hacienda.



LOS BALANCES

¿Qué implica esto en términos financieros? Hasta ahora el énfasis de este documento ha estado en lo que sucedió con los flujos: ingresos y gastos, ahorro e inversión. Lo dicho puede ser resumido en los siguientes términos: 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.

Cuando surge la duda que esa situación deficitaria se vuelva permanente, los banqueros se preguntan en qué instante la economía empezará a generar el ahorro y los impuestos suficientes para que el gobierno pueda pagar la deuda. En ese momento puede aparecer un problema de sostenibilidad. Eso en cuanto tiene que ver con la economía, en su conjunto, y con el sector público, en particular.

Algo similar les sucedió a los hogares con su deuda. En efecto, tal como se ha dicho, un hecho notable del exceso de gasto de la primera parte de la década es que éste se orientó a la adquisición de vivienda. Los préstamos del sistema financiero para constructores y los individuales aparecen en el Gráfico 12. Desde que se creó el sistema Upac en 1973 hasta mediados de los años ochenta se alcanzó un nivel de préstamos del 8% del PIB que se mantuvo hasta el año 1991. Entre 1991-1997 dicho nivel pasó del 8% al 13% del PIB.

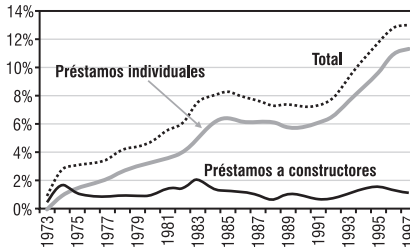
¿Qué implicó esto en términos del esfuerzo que los hogares debían hacer para pagar su deuda hipotecaria? El Gráfico 13 muestra el servicio de la deuda hipotecaria, o sea, intereses y amortizaciones, como porcentaje del PIB. En 1991 los hogares dedicaban 1.5% del PIB a cubrir la deuda hipotecaria; 8 años más tarde dedicaban el 3.5%. O sea, que en intereses y amortizaciones más que se duplicó el esfuerzo que debían hacer. Aún más dramático, los hogares colombianos pasaron de dedicar el 10% de su ahorro total a abonar la deuda

de Upac en 1991 a ocupar más del 60% de su ahorro a servirla 8 años más tarde (Gráfico 14).

Este solo hecho hacía previsible que los hogares entrarían en problemas para cumplir con la deuda hipotecaria, y que el resto de la economía iba a enfrentar una reducción en los recursos disponibles para invertir toda vez que si una ingente cantidad de estos se orientaba a servir las deudas de Upac ello mermaba el ahorro para otras inversiones.

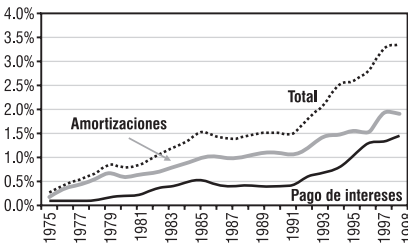
En suma, las decisiones de gasto tomadas por los gobiernos y lo que ello implicó en términos de apreciación real de la tasa de cambio, el *boom* de consumo de bienes durables y no durables y el de adquisición de vivienda y de cartera hipotecaria puso una carga explosiva en los balances de la economía y, en particular, en los de los hogares.

Gráfico 12
Ahorro total, ahorro público y
ahorro privado
1973 - 1997 (% del PIB)



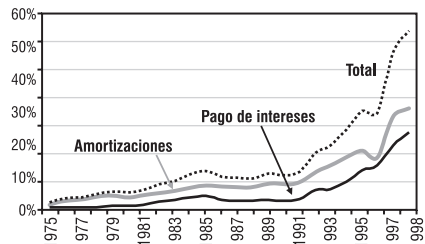
Fuente: Icav y DNP.

Gráfico 13
Servicio de la deuda para vivienda
1975 - 1998 (% PIB)



Fuente: Icav y DNP.

Gráfico 14
Servicio de la deuda para vivienda
como porcentaje del ahorro privado
1975 - 1998



Fuente: Superbancaria, Icav y DNP.

¿Por qué esto es un explosivo? Porque los pasivos están creciendo de manera sensible y el servicio de esa deuda se está volviendo cada vez más oneroso. Con ello aumenta su vulnerabilidad y ante cualquier imprevisto –pérdida de empleo, menor actividad económica, salto en la tasa de interés– estos agentes se verán en dificultades para seguir honrando sus acreencias. Ello repercute en un deterioro en la calidad de la cartera del sistema financiero y de la cartera general de la economía, con efectos depresivos y desestabilizadores de un alto contenido explosivo. En particular, si la tasa de interés salta 20 puntos en un año los hogares simplemente quedan aprisionados por el servicio de su deuda. Este problema se deriva de decisiones profundas de la sociedad colombiana como son la nueva Constitución Nacional, la guerra con los grupos insurgentes, el gasto social y el exceso de gasto de los hogares.

Esta mezcla de factores, que se sumaron a las decisiones de gasto en los sectores público y privado, produjeron un problema de flujos cuya persistencia condujo a un grave desorden en los balances.





LA POLÍTICA

anticíclica de 1997-1998

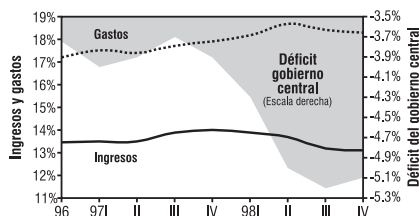
Al principio de este artículo se mostró cómo la recesión de fin de 1998 y principio de 1999 forma parte de una fase recesiva que ya completa tres años y que se inició a finales de 1996. Justamente lo que ocurrió entre principios de 1997 y 1998 es lo que constituye el detonante que desencadenó la grave situación de fin de siglo. Luego de la recesión de 1996-1997, en lugar de adelantar una corrección de fondo a los problemas de flujos y balances acumulados a lo largo de la década, la política económica se dedicó a buscar con desespero una reactivación de la actividad económica a corto plazo, a lo cual se dirigió la estrategia monetaria y fiscal. Se repitió lo sucedido entre 1982 y 1984, cuando se aplazó la tarea de fondo de sanear los flujos y los balances de la economía por buscar una recuperación a corto plazo. En ese entonces el resultado obtenido fue que la emisión monetaria se dirigió a vaciar las reservas internacionales del Banco de la República. En 1996 y 1997 esa estrategia lo único que creó fue una burbuja ficticia de crecimiento económico, que condujo a una crisis cambiaria en 1998 y precipitó al país a la peor recesión de su historia.

La tradición keynesiana ha enseñado que cuando hay recesión es porque la demanda es insuficiente. Todo productor que tiene problemas para vender culpa a la demanda. Dado que a principios de 1997 el diagnóstico de la recesión fue, de nuevo, una falta de demanda, la receta obvia fue promover una “reactivación” de la misma a través de aumentar el gasto del sector público y de promover el gasto del sector privado. El del sector público es una decisión autónoma del gobierno. Para incentivar el del sector privado hay que promover una disminución de la tasa de interés y un aumento en la oferta de crédito. Esto se hizo entre el primer trimestre de 1997 y el tercero de 1998. En el Gráfico 15 se aprecia la ampliación del déficit del gobierno nacional central,

desde 3.7% a 5.1% del PIB en un lapso de un año. Esa fue la contribución del gobierno al choque keynesiano. En términos de la balanza comercial (Gráfico 16), de un déficit cercano a US\$ 2.000 millones en 1996 se pasó en 1997 a uno cercano a US\$4.000 millones.

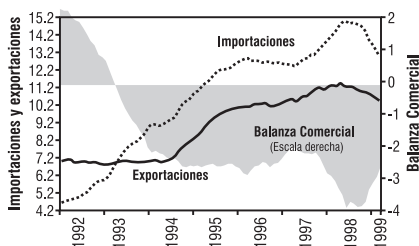
Ahora bien, para reactivar la inversión privada se actuó en la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) desde principios de 1997, contando con su nueva composición, para reducir las tasas de interés. Las tasas de interés reales de colocación cayeron de 20% en el primer trimestre de 1996, a casi 12% a mediados del 1997; las de captación pasaron de 11% en términos reales a menos de 5% (Gráfico 17).

Gráfico 15
Ingreso, gastos y déficit del
Gobierno Nacional Central
Últimos 4 trimestres
1996 - 1998 (% PIB)



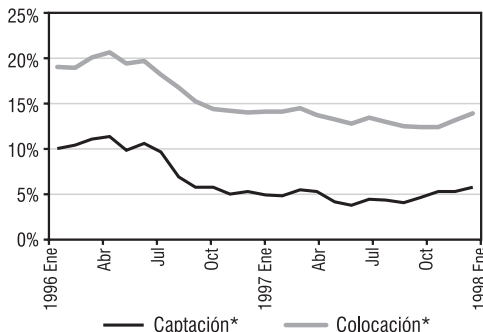
Fuente: Confis, DNP - DIP.

Gráfico 16
Balanza comercial, exportaciones
e importaciones
Miles de millones de dólares FOB,
últimos 12 meses



Fuente: Dane - Dian, Cálculos DNP - DEE. Datos año completo.

Gráfico 17
Tasas de interés real de colocación
y de captación
1996 - 1998



* Sin inflación 12 meses.
Fuente: DNP - DEE.

Esta disminución en las tasas de interés se logró a través de dos mecanismos adoptados por la JDBR. El primero, la redefinición del corredor de la base monetaria entre abril y mayo de 1997. Originalmente el mismo corredor era coherente con un crecimiento anual del dinero base de 16%, compatible, a su vez, con la meta de inflación de ese año. En mayo se adoptó un nuevo corredor, más laxo, compatible con un crecimiento anual de 20%. La segunda estrategia, resultante en parte de esta redefinición del corredor monetario fue disminuir el acervo de Operaciones de Mercado Abierto (OMA) de 2% del PIB en junio de 1997 a cero en diciembre. El crecimiento anual de la base monetaria (Gráfico 18) muestra la efectividad de estas medidas a lo largo de 1997.

Esta inyección de dinero tuvo visibles consecuencias, primero sobre la actividad económica y luego sobre los precios. Entre estos últimos su efecto se manifestó en un precio en particular: el de las divisas. Si en algo le cabe responsabilidad de la drástica recesión a la Junta Directiva del Banco de la República no es tanto por lo que hizo en 1998, cuando enfrentó una situación trágica, sino más bien por su política durante 1997.

A lo largo de 1997 se salió de una recesión promoviendo más gasto en la economía a través de menores tasas de interés y mayor flujo de dinero, así como con un mayor gasto del sector público. Si bien la estrategia no puede ser considerada coherente se debe aceptar que fue comprensiva. La Junta Directiva del Banco de la República obró acompasadamente con el gobierno actuando en una misma dirección. Sus efectos fueron inmediatos: durante 1997 hubo un *boom*, dado que el PIB pasó de crecer 0.4% entre enero y marzo a hacerlo al 5.2% entre septiembre y diciembre y 4.9% en el primer trimestre de 1998 (Gráfico 1).

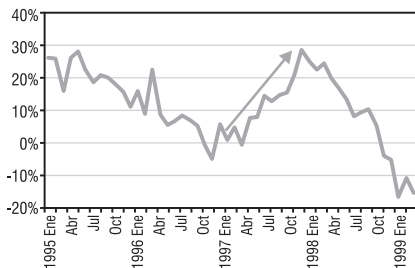
¿Tuvo la política el efecto buscado? Indudablemente lo tuvo. Se quería reactivar la economía y ello se logró. La política keynesiana tuvo efecto a corto plazo, tal y como se describe en los libros de texto. Las preguntas relevantes son: ¿es ese el ‘único’ efecto y es el ‘más importante’? Los hechos demuestran que no.

Cuando hay un aumento en la cantidad de dinero la cuestión clave es, a corto plazo, cuánto del mismo se va a reactivar la actividad económica y cuánto impacta los precios. A la postre todo el aumento en dinero implica mayores precios, pero a corto plazo es innegable su efecto reactivador. Al respecto hay dos preguntas válidas: ¿cuán ‘corto’ es el corto plazo?, es decir, ¿cuándo cesa el período reactivador y se inicia el efecto neto de aumento en precios?; y ¿cuál (es) precio (s) va (n) a recibir el grueso del impacto? Los precios afectados

pueden ser: los de los bonos, los de bienes y servicios, los de otros activos (p. ej. finca raíz) y el del dólar.

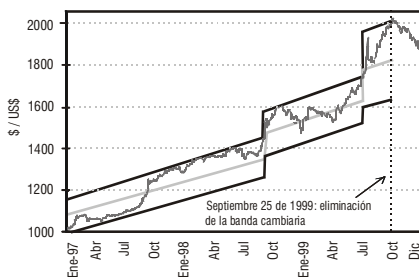
Tal como sucedió, fue primero el precio de los bonos el que subió o, lo que es lo mismo, cayó la tasa de interés. Pero desde septiembre de 1997 era claro que el precio que estaba recibiendo el impacto era el tipo de cambio (Gráfico 19). Si bien la liquidez inyectada había impactado de inmediato a la actividad económica, rápidamente se había canalizado hacia una demanda de dólares.

Gráfico 18
Crecimiento anual*
de la base monetaria
1995 - 1999



* Con respecto al mismo mes del año anterior.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 19
Tasa de cambio nominal
y banda cambiaria
1997 - 1999



Fuente: Banco de la República.

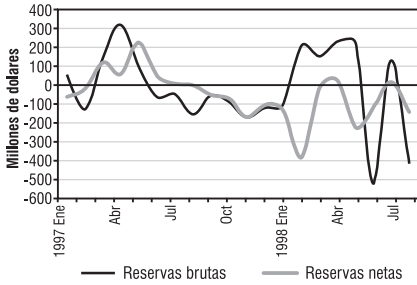
En efecto, en septiembre de 1997 la tasa de cambio pasó del piso al techo de la banda cambiaria. Este hecho demostró que el público recibió la liquidez inyectada por el Banco de la República y la usó, primero, gastando en bienes y servicios –lo cual generó la “reactivación”– pero, acto seguido, el público se preguntó si el déficit cambiario y el fiscal seguían presentes y si eran compatibles con la banda cambiaria y con la mayor liquidez. Esos dos desequilibrios de hecho habían aumentado. Es decir, los agentes cuestionaron si dicha banda era sostenible sabiendo que la economía tenía problemas persistentes de flujos.

Cuando la tasa de cambio pasó del piso al techo de la banda se dio el primer anuncio de que había un exceso de dinero y que el *boom* que tuvo la economía en ese momento era ficticio. Surgió entonces dentro del Banco de la República la discusión sobre cómo interpretar el salto en el tipo de cambio. Prevalció la interpretación de que ese fenómeno era favorable para las exportaciones y la

cuenta corriente y se desechó el argumento de que se presentaba un exceso de dinero. En consecuencia, el Emisor esperó desde septiembre hasta febrero de 1998 para subir la tasa de interés.

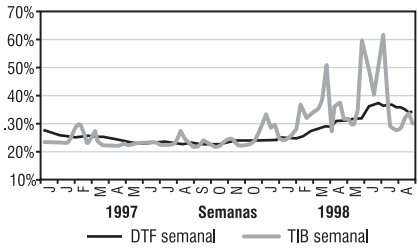
El Emisor habría podido disminuir la cantidad de dinero y subir las tasas de interés enviando una señal preventiva y clara de que no se iba a inyectar más dinero a la economía, dado que esa liquidez estaba presionando la banda cambiaria. Se debe mencionar que era razonable la presencia de un “ciclo político”³, dado que se avecinaban las elecciones presidenciales en el segundo trimestre de 1999. El primer ataque especulativo serio sucedió en febrero de 1998. Esto se puede apreciar en el Gráfico 20 donde aparece la pérdida de reservas ocurrida en ese mes. De ahí en adelante el nivel de la tasa de interés al cual los agentes quieren seguir manteniendo activos en pesos depende de las expectativas de los mismos, y deja de ser manejable por la autoridad monetaria. Para ese momento dichas expectativas ya han alcanzado una dinámica errática propia, difícilmente influible por las autoridades. Se alcanzan entonces niveles récord de tasas de interés en el mercado interbancario (Gráfico 21) y aparecen tensiones fuertes en los mercados monetario y cambiario. En ese momento el Banco de la República debe tomar una decisión difícil acerca de si defiende la banda cambiaria o deja flotar el precio del dólar.

Gráfico 20
Variación de las reservas internacionales brutas y netas 1995 - 1998



Fuente: Banco de la República. Cálculos DNP - DEE.

Gráfico 21
Evolución de las tasas de interés 1997 - 1998



Fuente: Banco de la República. Cálculos DNP - DEE.

3 En la literatura económica se conoce como “ciclo político” el uso de las herramientas de gasto y de promoción de demanda privada ligado a coyunturas políticas tales como elecciones.

Este es un tema complejo alrededor del cual hay una considerable polémica; ni la teoría ni la evidencia empírica proveen una respuesta unívoca. El Emisor decide defender la banda mezclando tasas de interés altas y pérdida de reservas. No obstante lo hizo con un tire y afloje que buscaba simultáneamente bajar las tasas de interés al tiempo que mantener la banda.

Es decir, se mantuvo la actitud básica reactivadora vía tasas de interés en un momento en que esa estrategia ya había perdido sentido y efectividad. Y con ello se contribuyó a la confusión del mercado. Se debe reconocer que estos hechos no se dieron sólo en Colombia. Todos los países de América Latina sintieron un choque muy fuerte en los últimos dos años; primero por la crisis en Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia. Luego por la devaluación en Rusia y, finalmente, en Brasil; los mercados internacionales, que habían sido dadivosos en la primera parte de la década se cerraron y de repente el país no solo enfrentó los problemas internos sino que, además, tuvo que adaptarse al cierre general de los mercados internacionales de crédito.

El aumento inusitado de la tasa de interés, la propia variable que la había generado, reventó la burbuja de actividad económica. Tal como se dijo al comienzo del documento, la demanda se deprimió justo en el momento en que la mayor oferta generada por la burbuja entraba al mercado. Las empresas al no encontrar la demanda planeada acumularon inventarios indeseados. La corrección de éstos, el ajuste a las nuevas condiciones de demanda y la necesaria corrección en los balances de los hogares, las empresas y el sector financiero es lo que constituye la recesión de fin de siglo.





LA ESPIRAL RECESIVA

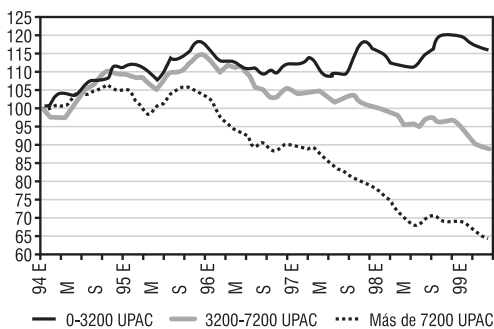
Hasta este momento se han analizado los problemas de flujos y de balances, la burbuja y la explosión de esta. Es pertinente recapitular los fenómenos descritos. El deterioro en los flujos a lo largo de la década creó un excesivo endeudamiento por parte de los sectores privado y público que deterioró sustancialmente el pasivo de sus balances. Esta situación creó una vulnerabilidad a cualquier hecho que afectara en forma negativa la situación macroeconómica. El hecho negativo sobrevino a finales de 1996 con el inicio de la recesión y con la política económica adelantada por el Gobierno y el Banco Central durante 1997.

En efecto, la pretensión de las autoridades de promover una reactivación de demanda que tuviese un efecto a corto plazo, inscrita dentro del ciclo político de las próximas elecciones, generó las condiciones para ataques especulativos contra el peso. La defensa de la banda cambiaria frente a estos ataques llevó a las tasas de interés a niveles sin precedentes en la historia económica del país. El aumento de la tasa de interés tuvo como consecuencia, a la vez, reventar la burbuja ficticia de actividad económica y encender la mecha que alcanzaría los explosivos acumulados a lo largo de toda la década.

Ahora bien, para entender el potente efecto de esta detonación hay que hacer énfasis en otro hecho que no ha sido mencionado hasta el momento. En Colombia los activos de los hogares y las empresas están constituidos en buena medida por finca raíz. Este mercado se ha deteriorado desde 1995 y los precios de la vivienda de las clases media y alta se estancaron en términos nominales desde ese entonces y disminuyeron en términos reales (Gráfico 22); con lo cual se ha operado una pérdida de riqueza real para estos grupos sociales durante los últimos años. Es decir, los balances de las familias estaban

sufriendo una pérdida también por el lado activo, en forma que el patrimonio neto se ha reducido sensiblemente.

Gráfico 22
Índice de precios relativos de la vivienda nueva para Bogotá



* Precios de la vivienda con relación al IPC, 1994=100.
 Fuente: La Guía su mejor opción en Finca Raíz. Dane. Cálculos DNP - DEE.

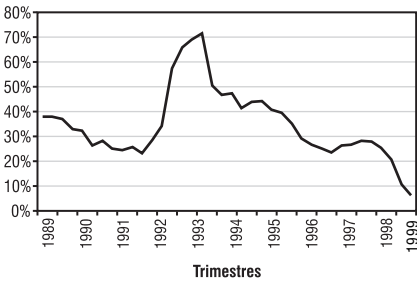
Con las novedades de tasas de interés que surgieron a lo largo de 1998 estos hechos se acentuaron. El inicio de la segunda recesión de los últimos tres años condujo a un mayor desempleo. Como consecuencia los ingresos de los hogares disminuyeron. Al mismo tiempo el servicio de la deuda hipotecaria subió a causa de las mayores tasas de interés que se cobraban por los créditos. Y, dado el mecanismo de indexación de los créditos denominados en Upac, el saldo mismo de las deudas aumentó. El marcado deterioro de los balances de los hogares condujo a la reconsideración de todo el negocio implícito en la adquisición de vivienda. La calidad de la cartera de vivienda se empeoró y con ella los balances de las corporaciones de ahorro y vivienda sufrieron sensiblemente.

Del lado de las empresas sucedió algo similar. La cartera mala aumentó al tiempo que se reducían las ventas. Los balances de las firmas empezaron a mostrar que la situación de liquidez se tornaba en una de insolvencia y ello se manifestó en la dificultad para honrar las deudas con el sistema financiero.

En este momento se configura una espiral recesiva. Los precios de los activos caen y con ellos el valor de las garantías que pueden ser ofrecidas al sistema financiero en respaldo de los créditos. En esas circunstancias se contrae no solo la demanda de crédito, a raíz de la recesión, sino la oferta del mismo, a causa de la mayor percepción de riesgo por parte de los intermediarios

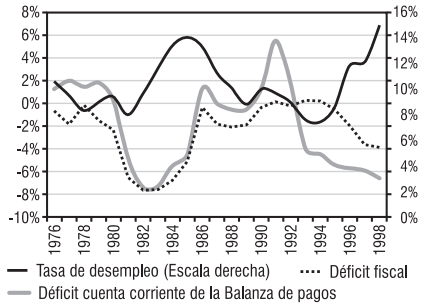
financieros (Echeverry y Salazar, 1999). La caída en el crecimiento del crédito (Gráfico 23) que ocurre desde mediados de 1998, acentúa el problema de demanda, las menores ventas de las empresas y el mayor desempleo. En esas circunstancias los hogares y las firmas no quieren demandar bienes, servicios o vivienda. Esto deprime los precios de la finca raíz y se repite una nueva vuelta de la espiral recesiva. El Gráfico 24 es elocuente sobre la coincidencia entre desequilibrio macroeconómico y alto desempleo.

Gráfico 23
Crecimiento anual
de la cartera total
1990 - 1999



Fuente: DNP - DEE.

Gráfico 24
Déficit fiscal y en la cuenta corriente
(% PIB), y tasa de desempleo
1976 - 1998



Fuente: DNP - DEE.

El diagnóstico de consenso entre los economistas a mediados de 1998 enfatizaba el problema de flujos. Dentro de la evidencia disponible para el autor sólo un economista había señalado con anterioridad un problema de balances. A principios de 1998 Alberto Carrasquilla, gerente técnico del Emisor advirtió, en el seno del Banco de la República, que el problema de *stocks* que se avecinaba era tanto o más relevante que el de flujos. El mismo revertía un carácter urgente, dada la velocidad con que crece y se transmite en el sistema financiero. Con esa excepción se debe reconocer que el diagnóstico estándar en el ámbito de los economistas era que se enfrentaba una recesión de flujos y de desplazamiento (*crowding out*) de la inversión privada.

Ahora bien, los ataques cambiarios de principios de 1998 presumiblemente tuvieron una motivación flujo. Pero, al entender del autor, el de octubre de 1998 tuvo un carácter distinto. Para este mes ya era clara para muchos agentes la delicada situación del sistema financiero. Se puede afirmar que el nuevo gobierno trajo una mayor credibilidad en la decisión de enfrentar los problemas fiscal y cambiario. Este hecho hacía menos plausible que la motivación última de un nuevo ataque cambiario fuese la persistencia de dichos déficit. Por el

contrario, la situación del sistema financiero y el precario estado en que se hallaban para entonces los balances del sector privado, planteaban serias dudas sobre el valor de la economía como un todo, representado por el nivel del tipo de cambio.

La tasa de cambio refleja el valor relativo de la economía. Si el sistema financiero atraviesa una situación delicada que requerirá eventualmente operaciones de salvamento considerables, que en cualquier economía están asociadas con la ayuda del emisor en su carácter de banquero de última instancia, es plausible que los agentes consideren que se avecina una depreciación del tipo de cambio nominal. La misma debe reflejar el nuevo valor real de la economía. Para el autor estas consideraciones están en la base del ataque especulativo de octubre de 1998.

En consecuencia las acciones del gobierno en noviembre de 1998 orientadas a atender el problema de la banca solidaria y de las CAVs⁴ significaron un reconocimiento del problema de balances, tanto de los hogares como del sistema financiero. Para ello se agenciaron recursos tributarios y adicionalmente se consiguieron recursos frescos de la banca multilateral. Los acontecimientos desde octubre de 1998 hasta abril de 1999 pusieron de presente los elementos que componen el análisis presentado en el presente documento.

Como aparece en el Gráfico 25, los balances financieros de los hogares se vieron golpeados tanto en el lado activo como en el pasivo⁵. El primero por el descenso en el precio de la vivienda, y de la finca raíz en general, que constituye el principal activo de las familias. El segundo por el incremento en la deuda hipotecaria, a raíz del pintoresco sistema de indexación diseñado en Colombia en 1993 por los técnicos del Banco de la República. El mismo conducía a que aumentos en la tasa de interés de mercado –en lugar de la inflación– castigaran tanto en el servicio como en el saldo de la deuda hipotecaria. La contribución de esos técnicos al desarrollo de sistemas de indexación y a la estabilidad social del país será recordada por generaciones⁶.

4 Corporaciones de ahorro y vivienda.

5 Las flechas rectas muestran lo que sucedió en la espiral recesiva; y las curvas, lo que debe ocurrir en la fase de reactivación.

6 Un estudio de la evolución del sistema Upac se encuentra en Echeverry, Gracia y Urdinola (1999).

Gráfico 25
Balance de hogares y empresas

HOGARES		EMPRESAS	
ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO
VIVENDA	CRÉDITO HIPOTECARIO	CARTERA	DEUDA
	PATRIMONIO	OTROS ACTIVOS	PATRIMONIO

Por su parte, el balance de las empresas sufrió, en el activo, por el deterioro de la cartera característico de una fase recesiva. En efecto, ante la restricción en las fuentes de financiación, en un ambiente de estancamiento en la oferta del crédito intermediado –conocido en la literatura como *credit crunch*, véase Echeverry y Salazar(1999)– las empresas se financian postergando sus pagos, lo cual repercute en un deterioro de la cartera de otras firmas. Adicionalmente el activo sufrió por el deterioro en los precios de la finca raíz, que es, en muchos casos, la prenda de garantía exigida por los intermediarios financieros. Por último, el pasivo de las empresas creció por la misma dificultad para cubrir las acreencias, con lo cual entraban en mora y se les dificultaba obtener fondos frescos de capital de trabajo. Una cadena perversa de acontecimientos golpeó a estos agentes, puesto que la menor capacidad de servicio de sus deudas las llevó a perder el estatus de sujetos de crédito, a perder el acceso a capital de trabajo fresco, y las forzó a deteriorar sus pagos a otras firmas, alimentando de nuevo el círculo vicioso.

Los fenómenos descritos redujeron sustancialmente el valor del patrimonio neto de los hogares y las empresas, que es uno de los factores claves para el gasto en consumo e inversión y para la capacidad de endeudamiento de estos actores económicos. Esta reflexión pone de presente que la recuperación económica pasa por el saneamiento de los balances financieros de dichos actores. Para que esto suceda es crucial que el precio de la finca raíz deje de caer en términos reales. Es razonable pensar que el mercado de finca raíz sufrió un sobreajuste, y que sus precios deben tener una recuperación hacia su nivel de equilibrio a largo plazo. Lo que estaría impidiendo esta recuperación es el *stock* de bienes y lotes dados en pago por deudas, en manos del sistema financiero; los mismos, cuando entren al mercado, pueden deprimir transitoriamente aún más los precios. Pero éste sería un fenómeno de corta duración, luego del cual dichos precios encontrarían su ‘piso’ y atraerían una considerable demanda de los inversionistas. De ser esto cierto, la prolongada

actitud de muchos intermediarios financieros de no realizar estos activos por temor a pérdidas en sus balances es autoderrotada, pues posterga la recuperación del mercado que ellos han estado aguardando.

De otro lado, la recuperación del pasivo de los hogares y las firmas pasa por un proceso más lento en el cual el servicio de las deudas y los procesos de renegociación y alivio promovidos por las leyes de vivienda e intervención económica permiten paulatinamente disminuirlas. Estos desarrollos deben llevar a la recuperación del patrimonio neto de estos dos grupos claves de la economía. En el momento en que se consolide el saneamiento de los balances se podrá hablar de la superación definitiva de la fase recesiva.





LAS PERSPECTIVAS

La actual situación ha requerido acciones tanto en los efectos como en las causas de la recesión. Indudablemente el sistema financiero ha sido objeto y debe continuar siéndolo de acciones que permitan limpiar de sus balances la cartera mala y los bienes dados en pago. La reactivación del crédito requiere, desde luego, que caiga la tasa de interés y que se reactive la demanda. Estas son condiciones necesarias pero no suficientes. No será posible crear una espiral reactivadora hasta tanto el sistema no esté en capacidad de prestar.

Para ello no basta actuar sobre el sistema financiero. Se ha mencionado que existe un problema serio en la tendencia en los precios de la finca raíz y en los balances de los hogares y las empresas. El hecho mismo de que el sistema financiero deba deshacerse de un acervo importante de activos eventualmente debe deprimir aún más el precio de la finca raíz. Es ilusorio pensar que se puede postergar este hecho. Los precios deben tocar fondo en el menor lapso posible para reactivar la demanda de este tipo de activos. Para ello es fundamental que el sistema se empiece a deshacer de sus tenencias. Posponer una pérdida en este frente puede llevar a mayores e imprevisibles pérdidas para la sociedad.

La recomposición en los balances de las empresas y los hogares también ha tomado tiempo, razón por la cual la recuperación ha sido necesariamente lenta. Es difícil, e incluso contraproducente, que agentes que tienen que aceptar una pérdida de riqueza lo hagan en un lapso breve. Lo fundamental es que lo hagan sobre bases de sinceramiento en ambos lados del balance y no sobre una nueva burbuja ficticia de gasto que cree una sensación transitoria de alivio, luego de la cual sobrevenga un golpe mayor.

Acciones orientadas a facilitar este reacomodo de los balances deben ser bienvenidas. Una medida que se utilizó en Colombia en los años ochenta es permitirles financiar parte de esta pérdida, en forma que pueda ser pagada en un lapso mayor (6 años en los ochenta). Con ello lograrían espaciarla en el tiempo, lo cual les permitiría recuperar más pronto sus niveles de demanda. Obviamente esta operación requiere recursos frescos y un mayor financiamiento, pero su pertinencia sería clara para los bancos multilaterales, las agencias calificadoras y los bancos privados del mercado internacional.

Si bien estas son acciones urgentes e indispensables las mismas están orientadas a las consecuencias de la situación recesiva a largo plazo y no a sus causas. Para enfrentar a estas últimas es necesario perseverar en el esfuerzo de sanear los flujos. Los déficit fiscal y cambiario deben disminuirse no porque sean malos *per sé*, sino porque su carácter persistente no puede ser asimilado por una economía sin enfrentar problemas serios. Los hechos reseñados en el presente artículo atestiguan en favor de esta hipótesis.

Pero las causas últimas de esa situación recesiva están, a juicio del autor, más allá de lo que muestran las cifras macroeconómicas. Se hallan, de un lado, en que los colombianos no reciben lo que pagan en impuestos para adquirir bienes públicos y los bienes y servicios administrados por el sector público. Notablemente, educación, salud, justicia y seguridad. Y del otro, que los colombianos no han orientado el sector productivo hacia la única demanda que tiene posibilidad de crecer sin límite: la del resto del mundo sobre bienes transables.

Estos dos frentes tienen que ver con la fuente de crecimiento de cualquier economía: alto ahorro y su uso en inversión productiva altamente rentable, así como la atracción masiva de inversión extranjera. La inversión pública no sufre tanto de cantidad como de calidad. Los fondos para educación, salud, justicia y seguridad han sido ya asignados. Pero con ellos no se paga buena educación, salud, justicia ni seguridad. Sin la provisión eficiente, equitativa y de calidad de los bienes públicos y de los bienes y servicios administrados por el sector público es difícil que el sector transable pueda competir contra economías que ya han resuelto este problema.

En el frente de la inversión privada se requiere la reorientación de la economía desde bienes y servicios no transables hacia transables. Esto no sucedió en los años noventa a pesar de ser la piedra angular de cualquier apertura económica. La tasa de cambio real se debe depreciar en forma que los transables suban de

precio frente a los no transables. Sólo así las decisiones del sector privado destinarán más recursos económicos a los sectores que compiten con el exterior. Los países que han logrado esta depreciación real lo han hecho con austeridad fiscal.

Los incentivos para este proceso y las acciones concomitantes tomarán tiempo en materializarse. La recuperación de la economía ha sido lenta. La idea es que sea también segura, y que reporte tasas de crecimiento sensiblemente superiores a las del país de toda la vida: el insuficiente 4.5% anual. Es imperioso reconocer que *no* es la macroeconomía la que guía este proceso. Es el funcionamiento real de las firmas. Allí es donde sucede la creación de riqueza de una sociedad. Y si bien hay problemas macroeconómicos, solucionar los mismos no basta.

Es necesario encontrar fuentes de creación de riqueza. Las dos últimas décadas han encontrado fuentes de riqueza transitoria: el cultivo y el tráfico de drogas ilícitas en los años ochenta y parte de los noventa, y la producción de petróleo, una actividad gobernada por el Estado. Ninguna de estas dos fuentes de creación de riqueza ha revertido en motores para la acción del resto de la economía. Por el contrario, en particular el narcotráfico se han convertido en fuente de inmensa perturbación, en términos de inestabilidad, inseguridad y corrupción. Ya se vislumbran las nuevas fuentes de creación de riqueza para las próximas décadas y generaciones. Los errores cometidos en el manejo de las mencionadas fuentes de creación de riqueza, y de las coyunturas vividas en los últimos años deben señalar lo que no se debe hacer, y afianzar la convicción sobre el curso a seguir.



BIBLIOGRAFÍA

- Echeverry, J.C. y N. Salazar, 1999, “¿Hay un estancamiento en la oferta de crédito?”, Archivos de macroeconomía No.117, DNP, julio.
- Echeverry, J.C., O. Gracia y P. Urdinola, 1999, “Upac: Evolución y crisis de un modelo de desarrollo”. Archivos de macroeconomía No.128, diciembre.
- Fainboim, I. y C. Rodríguez, 1999, “Sostenibilidad de la política fiscal colombiana”, Fedesarrollo, Abril.
- Steiner, R. y C. Fernández, 1994, “ Evolución y determinantes del contrabando en Colombia”, Coyuntura Económica. Vol XXIV No. 3, Diciembre.
- Steiner, R., 1997, “ Los dólares del Narcotráfico”, Tercer Mundo Editores, Santa Fe de Bogotá.

Este boletín se terminó de imprimir en
Quebecor Impreandes en enero de 2001 en
Bogotá, Colombia.

Juan Carlos Echeverry Garzón

Economista, Universidad de los Andes.

Estudios de Filosofía, Universidad
Complutense de Madrid.

Diploma en Economía Internacional,
Kiel, Alemania.

Ph. D. en Economía, New York
University, E.U.A.

