

# NOTA EDITORIAL

## ANTECEDENTES DE LA RECESIÓN Y ESTRATEGIA DE REACTIVACIÓN

La actual recesión económica se gestó en 1993. En ese año hubo un crecimiento excesivo de la cartera del sistema financiero (Gráfico 1), que aumentó 24,4% en términos reales, y llevó a una burbuja especulativa en los precios de los activos. El precio de la vivienda creció 45,2%, mientras que el IPC creció 22,6%. El índice de precios de las acciones en la Bolsa de Bogotá ascendió a 49,9%.

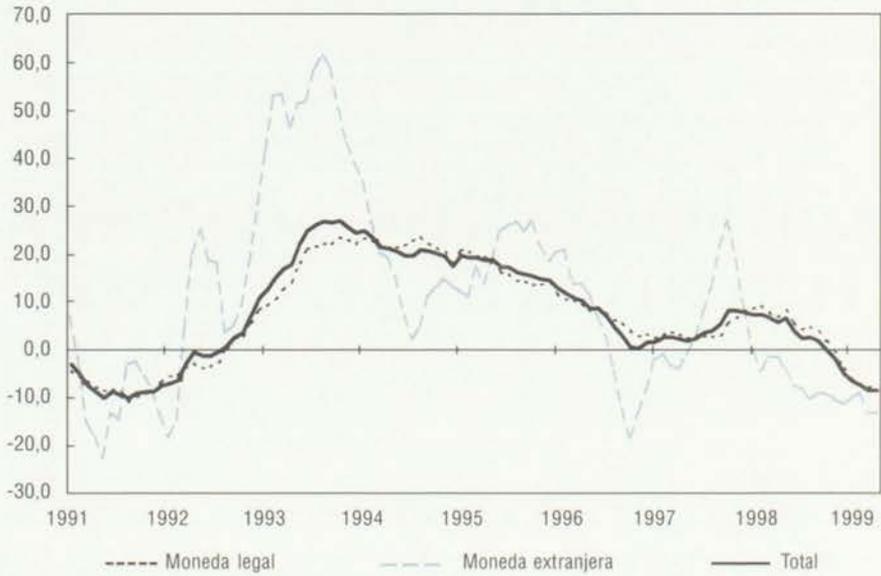
Ese crecimiento en los precios de los activos no era sostenible, e inevitablemente llevaría a un deterioro de la cartera del sistema financiero al desinflarse el valor de las garantías de los préstamos. En el caso de la burbuja especulativa de la construcción, algunas corporaciones de ahorro y vivienda aumentaron el riesgo de sus préstamos al incrementar exageradamente la tasa de interés a los clientes. Como estos preveían grandes ganancias por valorización, aceptaban créditos con tasas de interés de corrección monetaria más 18% y 20%. La tasa de interés promedio aumentó de 35,5% en 1992 a 43,7% en 1996.

Se gestó, entonces, una larga recesión en el sector de la construcción de vivienda que deterioró rápidamente la cartera hipotecaria a partir de 1997 (Gráfico 2).

Al tiempo que se producía una burbuja especulativa en los precios de los activos, el flujo de crédito externo hizo posible un aumento acelerado en las importaciones, lo cual generó un creciente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (Gráfico 3).

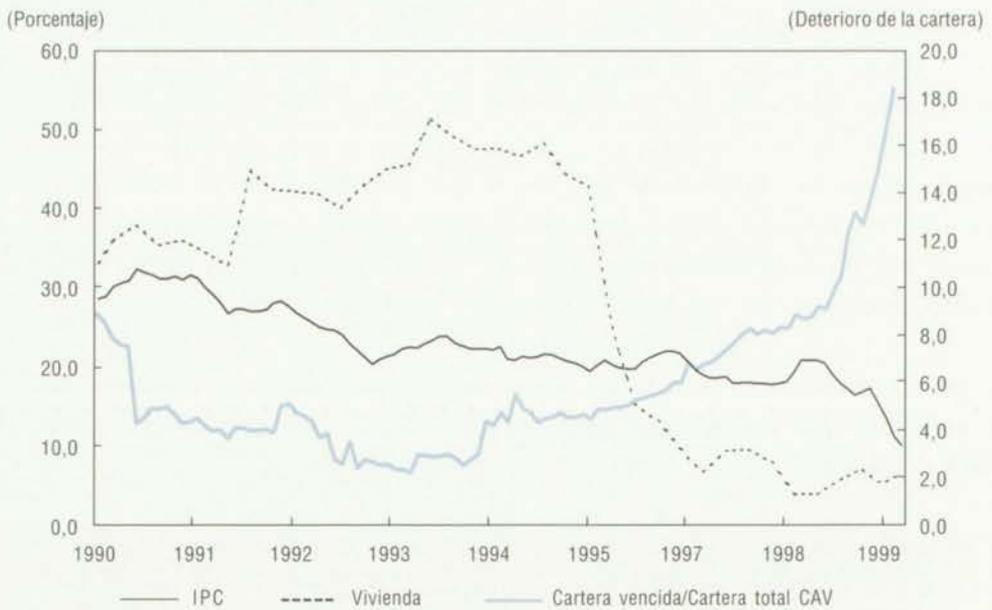
Gráfico 1  
**Cartera del sistema financiero**

Tasas de crecimiento real anual  
 (Enero de 1991 - Mayo de 1999)



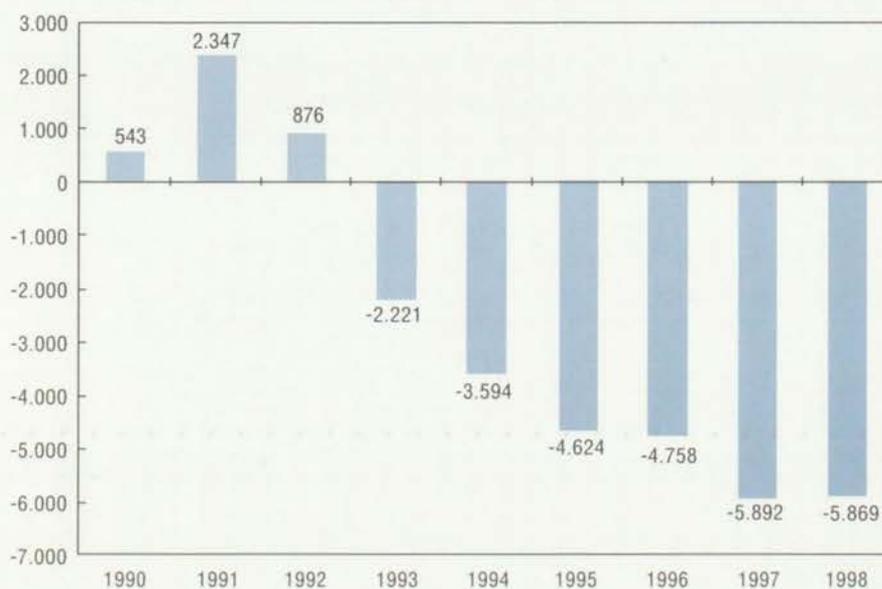
Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

Gráfico 2  
**Inflación IPC, inflación de vivienda  
 y deterioro de la cartera hipotecaria**



Fuente: DANE y Superintendencia Bancaria.

Gráfico 3  
**Cuenta corriente de la balanza de pagos, 1990-1998**  
(Millones de dólares)



Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

El Banco de la República, consciente de esos desequilibrios, en su Informe al Congreso de marzo de 1994 recomendaba una reducción en el gasto de la economía, un superávit fiscal de 2% del PIB, y un crecimiento del crédito del sector financiero al sector privado de 37,5%. Asimismo, insistía en la “necesidad de vigilar y controlar fuentes de generación de gasto como el endeudamiento privado y público (externo e interno) y la evolución del gasto privado”<sup>1</sup>. El 15 de marzo de 1994 la Junta Directiva del Banco tomó medidas para controlar el crecimiento del crédito, pero los topes temporales de cartera no fueron efectivos. El sistema financiero tampoco acogió las sugerencias de moderar el crecimiento en cartera, y la Junta tuvo que elevar la tasa interbancaria en mayo.

En el Informe de la Junta al Congreso de julio de 1994 se reiteraba que era “evidente que la cartera está creciendo a tasas que permiten una financiación del sector productivo muy por encima del crecimiento esperado del producto”.

Para lograr el aterrizaje suave de la economía, la programación financiera del Banco, acordada con el Gobierno, requería para 1995 un equilibrio fiscal y una continuación en la moderación del crecimiento en la

cartera. Lo segundo se logró, como se observa en el Gráfico 1. Lo primero no. El Cuadro 1 muestra el nivel de déficit fiscal establecido en la programación financiera acordada por el Banco y el Gobierno, y registrada en los Informes al Congreso. Se observará que, infortunadamente, en casi todos los años el déficit fiscal ha resultado mayor a lo programado, generando un exceso de gasto en la economía.

Cuadro 1		
Sector público no financiero		
Déficit - Superávit /PIB 1/		
Año	Proyectado 2/	Observado
1994	2,00	2,70
1995	0,70	(0,49)
1996	(0,60)	(1,02)
1997	(1,10)	(0,05)
1998	(2,10)	(3,19)
1999	(2,60)	

1/ Incluye privatizaciones.  
 2/ Proyecciones presentadas en los Informes al Congreso del mes de marzo.  
 Fuente: Informes de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso de la República, DNP y CONFIS.

Dicho exceso de gasto condujo a un persistente e inquietante déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En los primeros años de la década, el déficit en cuenta corriente se podía justificar argumentando que respondía a las inversiones en los nuevos campos petroleros, y que esas inversiones generarían en el futuro las divisas para pagar el endeudamiento externo que producía ese déficit en cuenta corriente. A partir de 1997, sin embargo, disminuyen las inversiones petroleras pero subsiste el déficit en cuenta corriente (Cuadro 2).

Cuadro 2		
Déficit en cuenta corriente e inversiones petroleras		
(Millones de dólares)		
Año	Cuenta corriente	Inversiones petroleras
1994	(3.594)	1.142
1995	(4.624)	1.293
1996	(4.758)	2.160
1997	(5.892)	2.042
1998	(5.869)	1.349
1999 (Proy.)	(4.005)	600

(Proy.) Proyectado.  
 Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos - Sector Externo.

## LA CRISIS INTERNACIONAL

En el segundo semestre de 1997 se produce la crisis económica en Asia. La caída en las tasas de crecimiento de los países conocidos como “tigres asiáticos” tiene varios resultados que afectan de manera muy marcada las economías emergentes. En primer lugar, aumenta el riesgo percibido por los inversionistas internacionales de invertir en países emergentes y el flujo de capital hacia ellos disminuye, fenómeno que cobija a Colombia (Cuadro 3).

Cuadro 3				
Flujos de capital				
(Millones de dólares)				
	1996	1997	1998	1999 (Proy.)
<b>Flujos totales</b>	6.715	6.699	4.670	4.144
<b>Largo plazo</b>	7.185	8.439	4.525	3.857
Inversión directa	2.795	4.892	2.454	1.673
Inversión de cartera	1.901	1.371	1.168	0
Deuda externa	2.490	2.199	918	2.198
Otros	(1)	(22)	(15)	(15)
<b>Corto plazo</b>	(470)	(1.740)	146	287

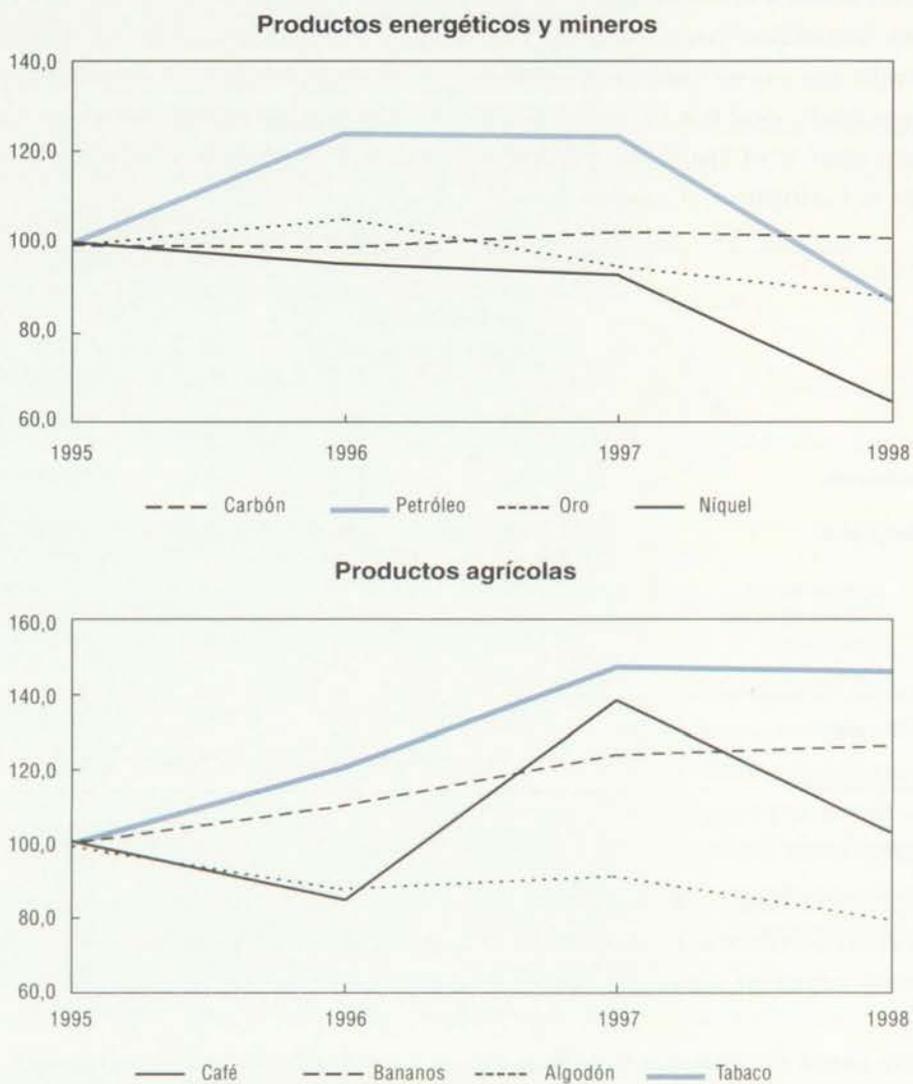
(Proy.) Proyectado.  
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos - Sector Externo.

En segundo lugar, las menores tasas de crecimiento de los países asiáticos disminuyeron la demanda por productos primarios, y los precios de estos cayeron a niveles muy bajos en términos históricos (Gráfico 4).

El alto nivel de nuestros déficit fiscal y en cuenta corriente llevó a que los inversionistas externos vieran la economía colombiana como riesgosa, y por eso hubo una reducción importante en los flujos de capital. Ante la menor oferta de divisas, la tasa de cambio se devaluó dentro de la banda cambiaria (Gráfico 5). La incertidumbre creció a medida que se acercaban las elecciones presidenciales.

En febrero de 1998 hubo una primera presión especulativa sobre las divisas, que el Banco de la República calmó con un aumento de tres puntos porcentuales en la tasa de interés de intervención. El segundo episodio especulativo ocurrió una semana antes de la segunda vuelta para la elección presidencial. Obviamente ese no era momento para

Gráfico 4  
**Índices de precios de productos de exportación**  
 (1995 = 100)



Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

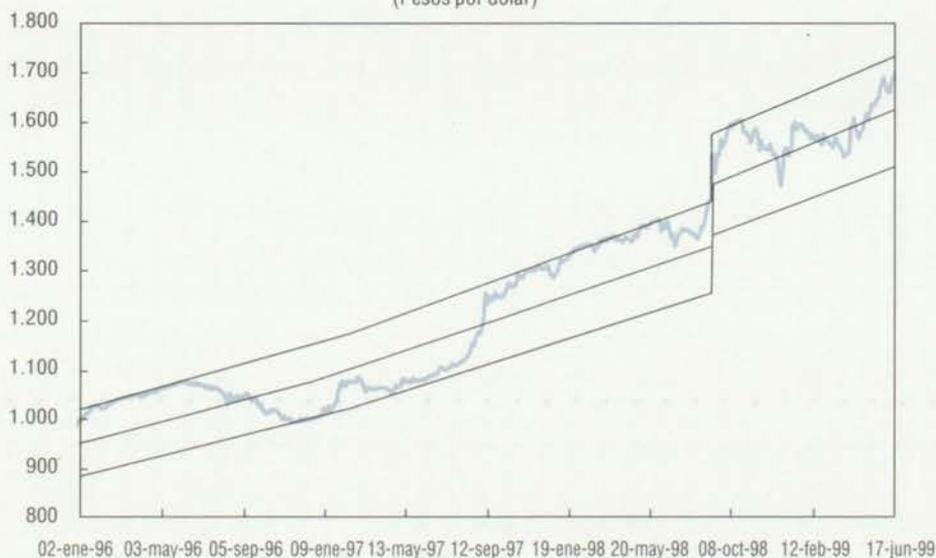
una crisis cambiaria, y el Banco volvió a defender la banda. Unánimemente, y con la participación activa del Ministro de Hacienda, se decidió no reponer la disminución de la liquidez generada por la pérdida de reservas y después de elecciones volvió la calma cambiaria.

Iniciado el empalme con el nuevo gobierno, la Junta comenzó trabajos con el nuevo equipo económico para diseñar el programa macroeconómico. Se acordó que era necesario reducir el déficit fiscal y el déficit en

Gráfico 5  
Corredor cambiario y tasa de cambio representativa

Enero de 1996 - Junio 17 de 1999

(Pesos por dólar)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

cuenta corriente de la balanza de pagos, y diseñar una política monetaria y cambiaria congruente con esos propósitos.

Días antes de presentar el programa macroeconómico, que incluía el ajuste fiscal, sobrevino la moratoria rusa que impactó fuertemente todos los mercados emergentes. Se produjo otro ataque cambiario, que nuevamente fue necesario controlar sin reponer la liquidez perdida en la venta de divisas.

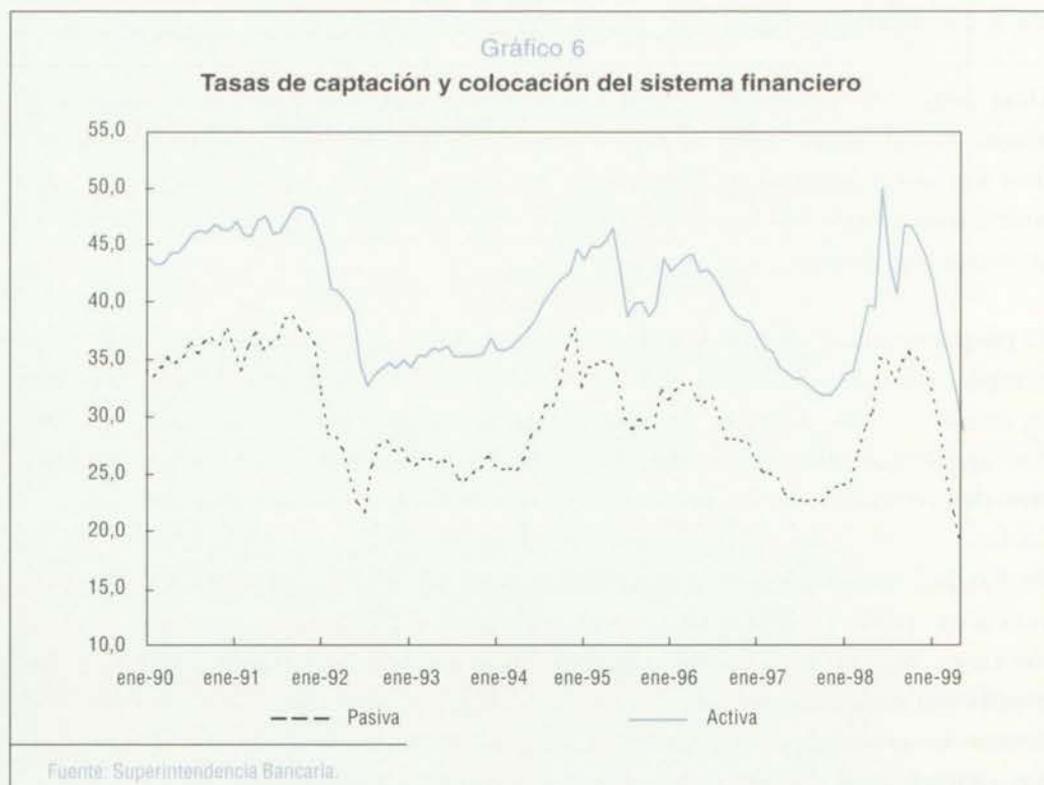
El paquete macroeconómico presentado el 2 de septiembre pasado contempló una devaluación del 9% de la banda cambiaria, para absorber la caída en los precios de todos nuestros productos de exportación. Ese ajuste fue efectivo, y desde esa fecha hasta mayo la tasa representativa del mercado se ha movido dentro de la banda cambiaria.

La Junta consideró que una política diferente hubiera sido mucho más recesiva, pues se hubiera presentado una devaluación abrupta con altas tasas de interés. La devaluación habría puesto en peligro todas las empresas endeudadas en divisas, y se habría ahondado el deterioro del sector financiero. Las empresas endeudadas en dólares también eran los principales clientes del sistema financiero nacional.

En resumen, la crisis internacional redujo la demanda agregada a través de caídas en los precios de exportación y generó aumentos en la tasa de interés, lo cual también redujo la demanda agregada. Esto, aunado a la continuación de la parálisis en la construcción, generó la recesión. Ésta y la desaparición de la burbuja especulativa de precios de la construcción, pusieron en riesgo la solidez del sistema financiero.

### ***ESTRATEGIA DE REACTIVACIÓN***

En el mundo entero la primera arma que se utiliza contra la recesión es la reducción en la tasa de interés. Con ello se aumenta la demanda agregada por varios canales: se reactiva la inversión al volver muchos proyectos rentables a menores tasas de interés; se aumenta el ingreso disponible de los deudores al reducir las cargas financieras, se aumenta la demanda por vivienda, al reducir las cuotas de los préstamos hipotecarios, y se aumenta el precio de los bonos y las acciones. La baja en la tasa de interés también reduce el déficit fiscal, por el descenso en los gastos por intereses de la deuda pública, y esto abre espacio para aumentos en gasto público (Gráfico 6).



Paralelamente a la reducción de intereses, el ideal es que la política fiscal contribuya a la reactivación de la demanda aumentando el gasto público en proyectos temporales que generen empleo. El déficit fiscal reactivador, sin embargo, no debe generar aumentos permanentes en el déficit fiscal. No se puede entonces financiar gastos permanentes de funcionamiento.

Infortunadamente, en 1998 y 1999 no ha existido campo para utilizar la política fiscal para la reactivación. Como los mercados internacionales perciben que Colombia tiene un nivel de déficit fiscal no sostenible, cualquier aumento en éste puede llevar a que dichos mercados dejen de absorber los bonos colombianos. Esto implicaría un descenso en el financiamiento externo, que a su vez podría llevar a una crisis cambiaria, que ahondaría la recesión.

Es importante explicar por qué las crisis cambiarias generan recesión y desempleo. La crisis implica una reducción en la oferta de divisas, que hace imposible importar los insumos para utilizar la capacidad productiva instalada. Esto disminuye la producción y el empleo. La crisis cambiaria también produce una devaluación abrupta que puede quebrar a las empresas endeudadas en divisas y reduce la capacidad de gasto del gobierno, también endeudado en divisas. La devaluación abrupta reduce las importaciones de inmediato, pero no aumenta las exportaciones sino con rezago.

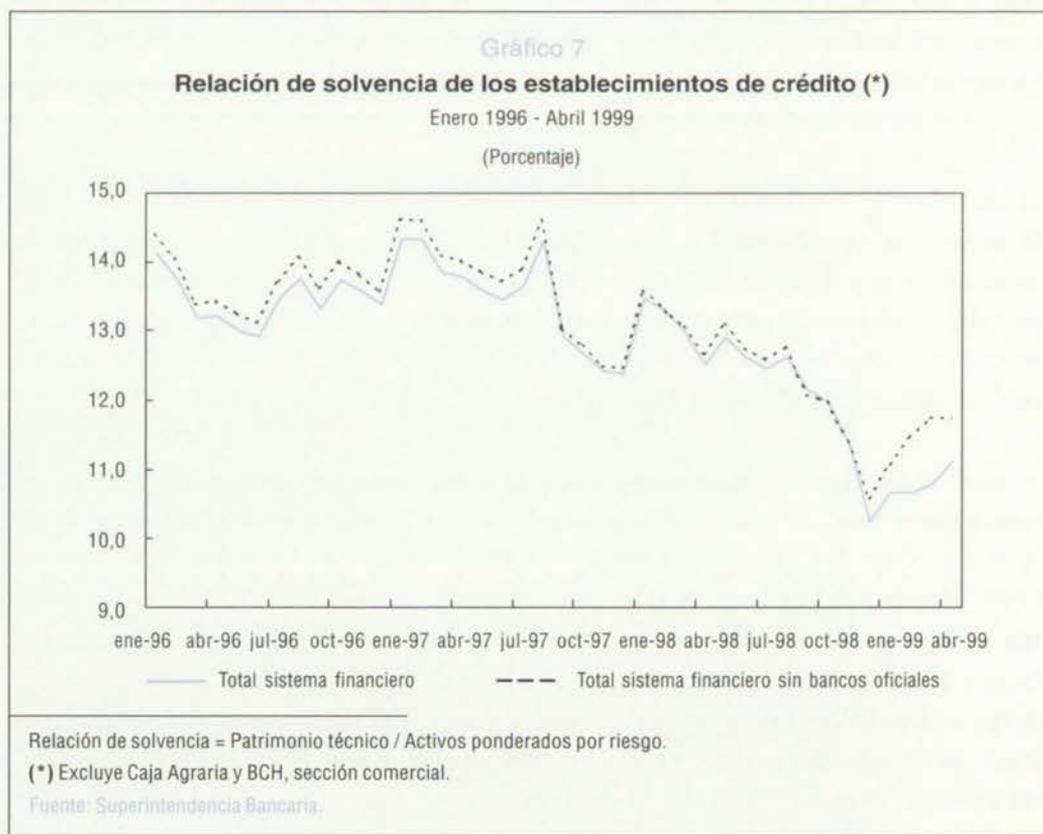
La devaluación no aumenta las exportaciones de café, ni de carbón, ni de petróleo, ni de níquel. Estas exportaciones están determinadas por la capacidad productiva existente. Con el tiempo una devaluación de la tasa de cambio real puede estimular la inversión en el sector exportador, pero esto sólo ocurriría en el mediano y largo plazo. En el corto plazo una devaluación abrupta sólo genera desempleo y recesión.

Lo que sí es claro es que el mejor estímulo para las exportaciones es el mantenimiento, a través del tiempo, de una tasa de cambio real competitiva. Este ha sido un propósito del Banco de la República desde 1991, dentro de su objetivo más amplio de preservar el poder de compra del peso. Por ejemplo, el Banco intervino comprando reservas en 1991, 1992 y 1996, para evitar una revaluación nominal y mantener cierta estabilidad en la tasa de cambio real. En parte, gracias a esta política, la volatilidad de la tasa de cambio real ha sido menor en Colombia que en otros países de la región.

Por no haber solucionado sus problemas fiscales durante los últimos seis años, Colombia perdió la capacidad de utilizar la política fiscal para la reactivación. La alternativa, por lo tanto, es hacer las reformas fiscales estructurales que convenzan a los mercados internacionales de que el problema fiscal está en vía de solución, y de que se mantenga el crédito externo al país. Esas reformas fiscales estructurales se deben hacer en 1999.

El otro problema que le restó grados de libertad a la política económica para emprender una estrategia de reactivación fue el debilitamiento del sector financiero (Gráfico 7). Al desinflarse la burbuja especulativa en la construcción, se deterioró el crédito hipotecario, así como las garantías de muchos préstamos. El sobreendeudamiento de los años noventa también hizo a muchas empresas y consumidores vulnerables al aumento en las tasas de interés en 1998. Finalmente, sin duda, hubo problemas de supervisión bancaria que hicieron posible esconder algunos problemas de las entidades financieras, que sólo salieron a flote cuando la cartera comenzó a deteriorarse aceleradamente.

Estos problemas redujeron la capacidad de préstamo de los intermediarios financieros, lo cual ha llevado a una reducción sin precedentes



en el crecimiento de la cartera. Será difícil promover la reactivación si por falta de capital los bancos no pueden prestar a las bajas tasas de interés. La capitalización del sistema financiero es entonces un prerrequisito para la reactivación de la economía.

De ahí la importancia que se le ha dado al programa de recapitalización de FOGAFIN y la urgencia de que las entidades financieras se acojan a él sin tardanza.

El aumento en el desempleo ha hecho patente las imperfecciones en el mercado laboral. Ha bajado el número de empleos que se crean por cada punto de crecimiento en el PIB. Esto se debe al aumento excesivo de los costos no salariales del trabajo, y a la falta de flexibilidad del mercado de trabajo. Si se desea reducir el desempleo, se tendrán que disminuir los impuestos a la nómina, y flexibilizar las normas de contratación laboral. El sistema de pensiones también requiere ser fondado de manera sana, ajustando los beneficios a los ya altos niveles de contribución vigentes en la actualidad.

La reactivación requiere continuar con el proceso de reformas, pero los aumentos en productividad y empleo serán más fáciles debido a la reducción de la inflación. Los menores niveles de inflación reducirán las tasas de interés, promoverán el ahorro, disminuirán los incentivos a la inversión improductiva en inmuebles, y reducirán los costos de producción.

*Miguel Urrutia Montoya\**  
*Gerente General*

\* Intervención del Gerente General del Banco de la República en la Convención Bancaria y de Entidades Financieras, Banca 99. Las opiniones del presente editorial no comprometen a la Junta Directiva y son responsabilidad del Gerente General.

---

## NOTA

<sup>1</sup> Informe de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso de la República, marzo de 1994, p. 14.