

# El desempeño macroeconómico colombiano en el cuatrienio Pastrana: recesión y recuperación frágil\*

- **Introducción.** - **I. Una visión general de la década de los noventa.**  
- **II. El cuatrienio de Pastrana: 1998-2002.** - **Conclusiones** - **Bibliografía.**

Remberito Rhenals M.<sup>1</sup>

Alejandro Torres G.<sup>2</sup>

## Resumen

Después de las relativamente altas tasas de crecimiento en la primera mitad de la década de 1990, la economía colombiana comenzó desde 1996 un fuerte proceso de desaceleración que culminó en una de las crisis más agudas del siglo XX. Una caída del producto de 4,2% en 1999; aumentos, quizás, sin precedentes en las tasas de desempleo; fuertes ataques cambiarios y alzas drásticas en las tasas de interés, configuraron un cuadro dramático que empezó a ser superado desde el 2000. Este artículo analiza el desempeño macroeconómico colombiano en el cuatrienio Pastrana (1998-2002), tratando de identificar los principales facto-

res internos y externos que determinaron dicho desempeño, así como los probables efectos de las políticas económicas (cambiaria, fiscal y monetaria) adoptadas. Para este fin se utilizan como referentes teóricos dos modelos macroeconómicos de corto plazo, denominados IS-LM-DD e IS-MP-IA.

**Palabras claves:** Política fiscal, política monetaria, tipo de cambio fijo y flexible, esquema de inflación objetivo, modelo IS-LM-DD, Modelo IS-MP-IA.

## Abstract

After the relatively high rates of growth in the first half of the nineties, the

\* Este artículo es uno de los productos del proyecto de investigación titulado "Balance Económico del Cuatrienio Pastrana", financiado por el Comité de Apoyo para la Investigación -CODI- de la Universidad de Antioquia. Los autores forman parte del Grupo de Macroeconomía Aplicada del Centro de Investigaciones Económicas -CIE- de la Universidad de Antioquia.

1 Profesor Titular, Departamento de Economía, Universidad de Antioquia. Dirección electrónica: rhenals@agustinianos.udea.edu.co

2 Economista, Asistente de Investigación, -CIE- Universidad de Antioquia. Dirección electrónica: atorres@agustinianos.udea.edu.co

Colombian economy suffered a strong process of deceleration that ended up in one of the sharpest crises in the XX century. In 1999, the product fell 4.2 percent increasing the unemployment rate at levels never seen before. Great exchange rate shocks and drastic increments of interest rates configured a dramatic frame that just in year 2000 started to improve. This article analyzes the Colombian macroeconomic policy between 1998 and 2002, identifying the main internal and external factors that determined such policy as well as its probable. Two macroeconomic short term models are used to explain the situation, the IS-LM-DD and IS-MP-IA.

**Key words:** fiscal policy, monetary policy, fixed and flexible exchange rate, outline of objective, model inflation IS-LM-DD, Model IS-MP-IA.

## Introducción

Sin duda alguna, la década de 1990 fue un período de intensos cambios en materia económica para los países de América Latina. La implementación de una serie de reformas estructurales, enmarcadas en el denominado “Consenso de Washington”, marcaron el inicio de la década, cuyos propósitos eran, entre otros, una mayor integración de los mercados locales a los mundiales, la modernización de las economías regionales y la recuperación del crecimiento económico. Sin embargo, contrario a lo esperado, el desempeño regional en materia económica estuvo lejos de lo esperado; el bajo ritmo de crecimiento del producto, su volatilidad y el aumento del desempleo, entre otros, se convirtieron en las característi-

cas de la economía regional de finales de la década de 1990 y principios de la siguiente.

El desempeño colombiano no se alejó de las tendencias regionales. En la primera mitad de los noventa, el producto creció a tasas importantes, el desempleo descendió y la inflación se redujo. Sin embargo, en la segunda mitad de la década se presentó una desaceleración sostenida de la economía que culminó con una caída de la actividad económica de 4,2% en 1999, cifra sin precedentes en la historia económica nacional de las últimas décadas, aumentos alarmantes en las tasas de desempleo, fuertes alzas en las tasas de interés y ataques contra el peso que obligaron a las autoridades económicas a abandonar el régimen cambiario vigente. Desde entonces, aunque se retornó a ritmos de crecimiento positivos, éstos han sido bajos e inestables.

En la literatura existen diversas explicaciones de este comportamiento, entre las cuales pueden señalarse el programa de “apertura económica” iniciado a principios de la década, la acumulación de desequilibrios macroeconómicos derivados de los *boom* de consumo público y privado, así como las burbujas en los precios de los activos ocurridos en la primera parte de la década. En el campo externo, el menor crecimiento de los países industrializados, la disminución de los precios internacionales de los productos básicos y la inestabilidad y crisis de los mercados financieros.

Este artículo pretende evaluar el desempeño macroeconómico de la economía colombiana en la segunda mitad de la

década, específicamente en el cuatrienio Pastrana, tomando en cuenta tanto los factores domésticos como externos que caracterizaron dicho período, así como las cuestiones de política económica (cambiaría, fiscal y monetaria) más relevantes. Se intenta, por tanto, explicar, entre otros aspectos, la fuerte recesión de finales de los noventa, las alzas sostenidas de las tasas de interés y los ataques a la banda cambiaria, así como el impacto que tuvieron las respuestas de política. Con este propósito se utilizan dos modelos macroeconómicos de corto plazo, denominados IS-LM-DD e IS-MP-IA.

El trabajo se ha dividido en cuatro partes, además de esta introducción. En la primera se presenta una visión general de la década de 1990, reseñando brevemente el desempeño económico mundial y regional. En la segunda se realiza una mirada rápida de la economía colombiana en dicha década. La tercera se concentra en el examen de la economía colombiana durante el cuatrienio Pastrana. Finalmente se presentan las principales conclusiones.

## **I. Una visión general de la década de los noventa**

### **A. El contexto internacional**

La década de los noventa fue un período de balances poco alentadores en materia de crecimiento económico mundial. De hecho, el ritmo de expansión de la economía fue solamente de 2,4% anual, siendo el nivel más bajo registrado en la posguerra. Este menor crecimiento fue resultado de un modesto desempeño de los países desarrollados, la fuerte caída de

Europa Oriental y el escaso crecimiento de África. En cambio, en los países en desarrollo las cifras son mejores, destacándose los países asiáticos cuyo crecimiento fue del orden de 6,5% anual, los países del Medio Oriente con un 3,3% y, finalmente, América Latina con una tasa de crecimiento de 3,2% anual (CEPAL, 2001).

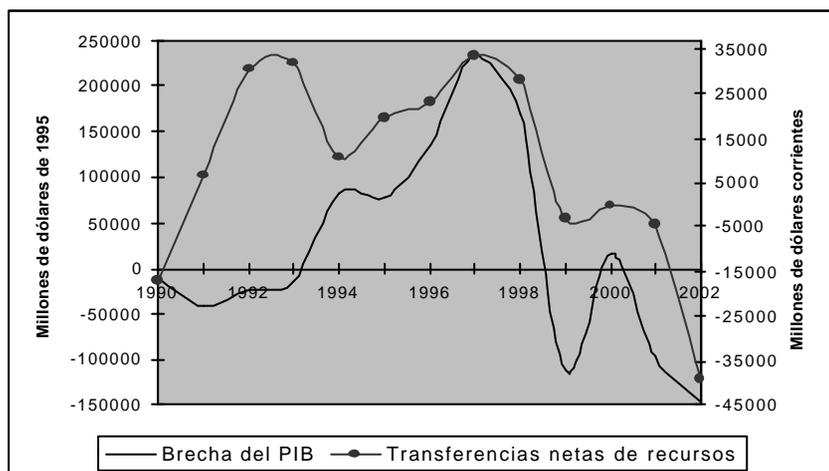
Los bajos ritmos de crecimiento de los países desarrollados se explican, en parte, por los crecientes desequilibrios macroeconómicos durante la década. En Estados Unidos, el persistente déficit comercial y la disminución en sus niveles de ahorro domésticos afectaron su desempeño económico. Igualmente, en Japón, la drástica disminución de la tasa de inversión privada, derivada de la crisis financiera, impulsó un aumento del desempleo que obligó al sector público a asumir la responsabilidad de mantener la demanda en niveles razonables, lo que se tradujo en un importante déficit fiscal. Con respecto a los países europeos, los compromisos en materia fiscal e inflacionaria establecidos para los países de la Unión y para aquellos candidatos a ingresar a la zona común impulsaron el desempleo y la desaceleración de la economía en gran parte de esta década.

En el ámbito regional, la década de los noventa se destacó por las grandes transformaciones económicas y sociales, fruto de la necesidad de integrar los mercados locales al mercado mundial. La liberalización de los mercados de bienes y servicios, así como el mercado financiero, fueron una constante en la mayoría de los países, lo que se tradujo, en principio, en un aumento de los ritmos de exportación

y en una mayor diversificación, aunque a finales de la década, debido a la desaceleración mundial, el precio de las exportaciones latinoamericanas experimentó una fuerte disminución, el valor total exportado de la región se estancó y aumentó el déficit comercial. La liberalización financiera, por su parte, estuvo asociada con una entrada masiva de capitales externos a la región, que, en gran medida,

marcaron la pauta del crecimiento regional (Gráfico 1) debido, entre otras razones, a los importantes aumentos que provocaron en la demanda interna de los países receptores. Las reformas implementadas permitieron, igualmente, la disminución de los desequilibrios fiscales, así como la disminución de la inflación, males característicos de la economía regional en décadas anteriores.

**Gráfico 1**  
**América Latina: Ciclo del PIB y transferencias netas de recursos, 1990-2002**



Fuente: FMI y CEPAL.

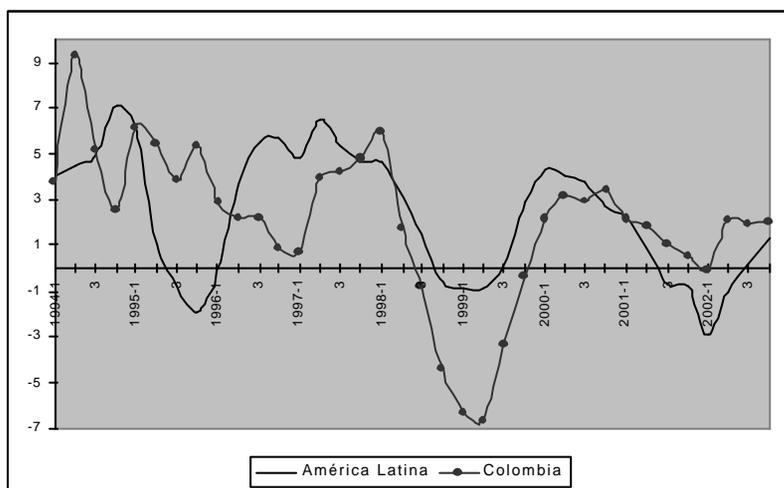
Pero, pese a las reformas y al esfuerzo de integración a los mercados internacionales, los resultados en términos de crecimiento económico no pueden juzgarse adecuados. De hecho, la tasa de crecimiento del producto regional fue inferior a la que registró en las tres décadas comprendidas entre 1950 y 1980. Aún más, la reducción de los flujos externos de capital hacia la región, con la crisis financiera mexicana en 1994-1995, provocó una caída importante en los niveles de inversión, originando la

primera recesión latinoamericana de la década (Gráfico 2). Además, varios países de la región experimentaron un mayor deterioro en sus balances externo y fiscal. Cabe señalar que la contracción que registró la inversión con la detención de los flujos de capital se explica, en gran parte, por el proceso de sustitución de ahorro interno por externo que tuvo lugar en las fases de fuerte financiamiento externo. El repunte en el ritmo de crecimiento regional, una vez superada la crisis mexicana, se vio nuevamente fre-

nado con la crisis financiera de los países asiáticos (1997), la cesación de pagos de Rusia (1998) y la devaluación brasileña de 1999, que se transmitieron a la región, tanto por los canales financieros

(problemas de contagio y pérdida de confianza de los inversionistas internacionales) como comerciales, y generaron la segunda recesión regional de la década (Gráfico 2).

**Gráfico 2**  
**América Latina y Colombia: PIB trimestral, 1994-2002**  
**(Tasas de variación anual)**



Fuente: CEPAL y DANE.

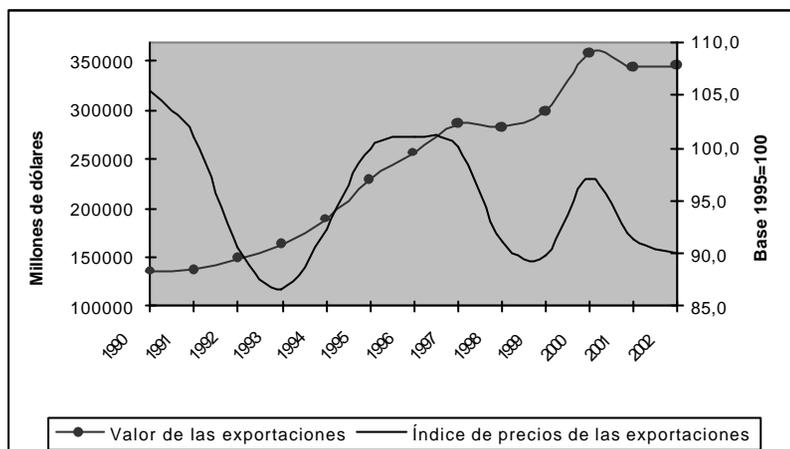
El aumento de los precios del petróleo y la corrección de algunos desequilibrios macroeconómicos mejoraron levemente el crecimiento regional en el 2000. Sin embargo, este pequeño repunte en la actividad económica latinoamericana fue bastante corto debido, en parte, a la crisis financiera experimentada por Argentina (2001), lo que nuevamente generó una alta percepción de riesgo por parte de los inversionistas internacionales. Adicionalmente, la disminución de la demanda mundial afectó los precios internacionales de los bienes básicos y la mayoría de las exportaciones regionales (Gráfico 3). De nuevo, el producto global de la región

cae, registrándose la tercera recesión en el período comprendido entre 1994 y 2002.

Como puede observarse en el Gráfico 2, donde se presentan las tasas anuales de crecimiento del PIB trimestral de América Latina y Colombia, desde 1998 las economías nacional y regional registran un patrón similar, lo que hace pensar que los factores que originaron la crisis nacional no son de carácter interno exclusivamente, sino que son fruto de condiciones internacionales y estructurales comunes a las economías de la región.

### Gráfico 3

#### América Latina y el Caribe: Valor y precio de las exportaciones, 1990-2002



Fuente: FMI y CEPAL.

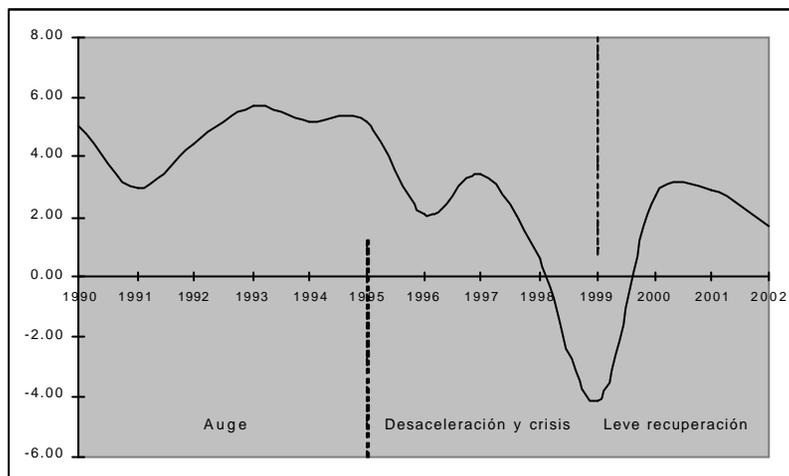
Se destaca, además, la relativa invulnerabilidad de la economía nacional a la crisis mexicana (1994-95), que afectó en forma importante a América Latina. En cambio, la recesión de finales de los noventa, también en un contexto internacional adverso, fue más intensa y duradera en Colombia que en la región.

#### B. La economía colombiana en la década de los noventa

Un examen de los principales agregados macroeconómicos permite afirmar que el desempeño de la economía colombiana en los noventa puede considerarse poco satisfactorio. De un lado, en la década, como un todo, la actividad económica colombiana registró una tasa de crecimiento

(2,9% anual) inferior a la promedio de la región (3,2% anual) y a la experimentada por la misma economía nacional en décadas anteriores. De otro lado, este desempeño estuvo caracterizado por su gran inestabilidad: el producto global del país registró tasas de crecimiento importantes en forma prácticamente continua hasta mediados de dicha década (se situó durante tres años consecutivos por encima de 5%), para luego caer casi ininterrumpidamente hasta situarse en -4,2% en 1999, la tasa de crecimiento más baja que registra las estadísticas nacionales. En los primeros tres años de la presente década se presentó una leve recuperación de la actividad económica (Gráfico 4), caracterizada además por su fragilidad.

**Gráfico 4**  
**Colombia Tasas de crecimiento del PIB real, 1990-2002**  
**(Porcentaje)**



Fuente: DANE.

La tasa de desempleo en las siete principales áreas metropolitanas se situó en 10,5% en 1990, cayó a 8,8% en 1995 y subió a 19,4% en 1999, siguiendo de cerca el comportamiento de mediano plazo de la actividad económica. De hecho, el coeficiente de ocupación pasó de 52,3% a 54,6% y a 50,9% en los mismos años. La calidad de la ocupación, medida por la tasa de subempleo y el grado de informalidad, registró una evolución similar a la de la tasa de desempleo. Finalmente, uno de los mejores resultados de la década de 1990 se presentó en materia de precios. La tasa de inflación cayó de 32,4% en 1990 a 9,2% en 1999, en forma gradual inicialmente y muy rápida después. Cabe señalar que, en toda la década, las autoridades monetarias diseñaron un programa de desinflación gradual cuya meta en 1999 fue fijada en 15%. Los resultados en materia de cumplimiento de las metas de

inflación pueden observarse en el Cuadro 1.

Varios factores explican la dinámica de la economía nacional en la primera mitad de la década, entre los cuales se destacan: el programa de “apertura económica”, que permitió el surgimiento o ampliación de mercados no tradicionales de exportación, la entrada de nuevos inversionistas privados, el aumento de la inversión extranjera y el abaratamiento de las importaciones. Sobresalen también la entrada de abundantes flujos de capital en forma de inversión de cartera, derivada de la disminución de las tasas de interés internacionales, las mayores exportaciones petroleras en virtud de los descubrimientos de Cusiana y Cupiagua a principios de la década y la entrada en vigencia de la nueva Constitución Política colombiana, que otorgó al Estado mayores responsabilidades políticas, so-

ciales y económicas, impulsando el gasto público.<sup>3</sup> Todos estos factores influyeron de manera positiva en la demanda agregada y generaron altas expectativas de ingresos futuros que, aunados a la relajación de las restricciones crediticias y a la gran abundancia de recursos financieros, se tradujeron en fuertes aumentos del

gasto público y privado (Gráfico 5). Sin embargo, el aumento en el gasto de los distintos agentes desembocó en una serie de desequilibrios en los frentes externo, fiscal y cambiario (Gráfico 6), que no fueron corregidos oportunamente y terminaron por contraer la demanda agregada.

**Cuadro 1**  
**Colombia: Metas de inflación e inflación observada, 1991-2003**  
**(Porcentaje)**

	Meta	Observada
1991	22,0	26,8
1992	22,0	25,1
1993	22,0	22,6
1994	19,0	22,6
1995	18,0	19,5
1996	17,0	21,6
1997	18,0	17,7
1998	16,0	16,7
1999	15,0	9,2
2000	10,0	8,8
2001	8,0	7,7
2002	6,0	7,0
2003	5.5 (a)	

Nota: (a) es un rango entre 5 y 6.

Fuente: Banco de la República y DANE.

De hecho, la corrección de los mayores recursos petroleros esperados inicialmente, una política tributaria orientada a elevar los recaudos del gobierno nacional y la salida de capitales extranjeros de la región ocasionaron una contracción de la demanda interna, debido, entre otras razones, a la reducción en la disponibilidad de crédito y al debilitamiento de la confianza en la economía. En particular, el alza de las

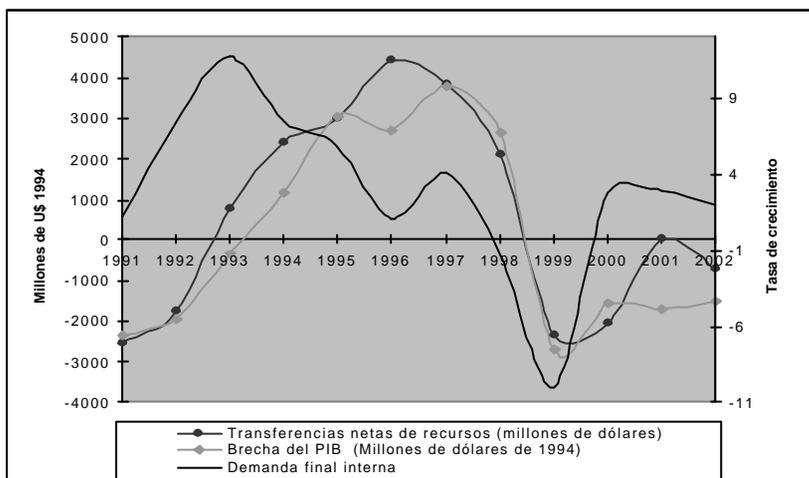
tasas reales de interés, asociada en parte con los mayores niveles de gasto público, y el cierre del financiamiento internacional generaron una fuerte contracción de la inversión privada. En el campo externo, la revaluación de la tasa de cambio real y la pérdida de dinamismo de la economía mundial, especialmente de nuestros principales socios comerciales, redujeron las exportaciones colombianas. Este panorama

3 El gasto del Gobierno Nacional Central, como porcentaje del PIB, pasó de 10,5% en 1990 a 22,5% en 1999. Una parte importante de este aumento se derivó de la nueva Constitución. Según Echeverry (1999), un poco más de 55% entre 1990 y 1998.

ma explica, *grosso modo*, la fase de desaceleración y posterior crisis de la economía que caracterizó la segunda mitad

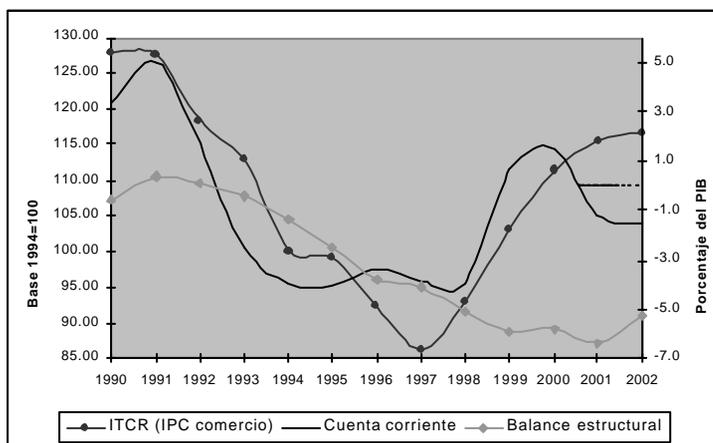
de la década. Como se señaló, en los tres años siguientes se presentó una cierta recuperación.

**Gráfico 5**  
**Colombia: Transferencias netas de recursos, brecha del PIB y demanda agregada, 1990-2002**



Fuente: CEPAL y DANE.

**Gráfico 6**  
**Colombia: Tasa de cambio real, saldo de la cuenta corriente y balance estructural del Gobierno Nacional Central, 1990-2002**



Fuente: Banco de la República y Rincón, Berthel y Gómez (2003).

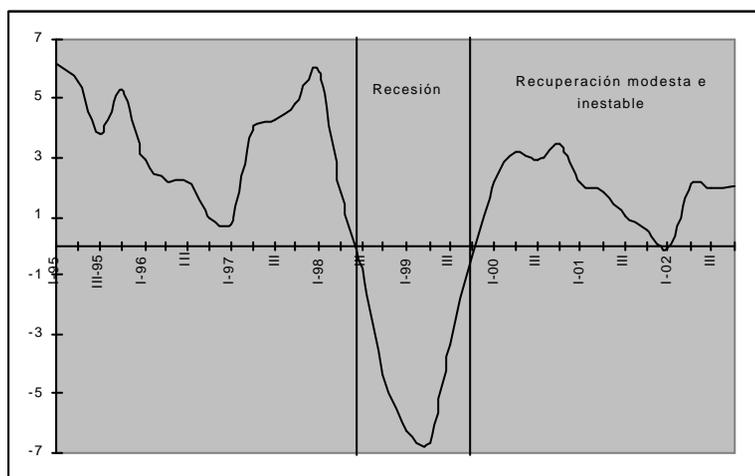
## II. El cuatrienio de Pastrana 1998-2002

El cuatrienio de la administración Pastrana fue, en su conjunto, un período de estancamiento de la economía. Sin embargo, pueden identificarse claramente dos fases (Gráfico 7).

La primera (1998-1999), caracterizada por una fuerte contracción de la actividad económica: el producto global cayó durante seis trimestres consecutivos (III/1998-IV/1999), caídas que

oscilaron, en términos anuales, entre 0,8% y 6,6%. La segunda (2000-2002) puede caracterizarse como una fase de recuperación modesta y frágil: el crecimiento del producto fue de solamente 1,9% anual y sus ritmos anuales fluctuaron entre 3,4% en el cuarto trimestre de 2000 y - 0,1% en el primer trimestre de 2002. A finales de dicho gobierno, la economía crecía aproximadamente en 2% anual. En materia de empleo, el Gráfico 8 presenta el comportamiento de los principales indicadores del mercado laboral.

**Gráfico 7**  
**Colombia: PIB trimestral 1995 2002**  
**(Tasa de variación anual)**



Fuente: DANE.

### A. El período III/1998-IV/1999: la gran recesión de la historia colombiana

*Prima facie*, puede afirmarse que la recesión de los noventa fue resultado de

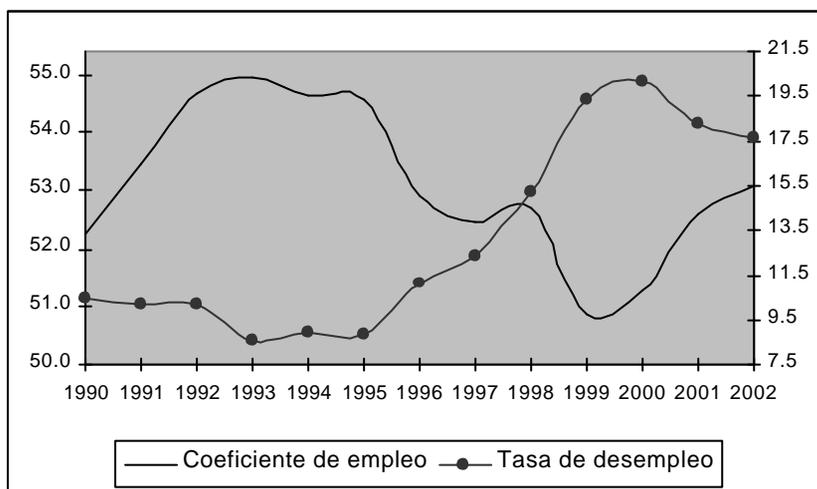
factores de origen externo y de política económica contemporáneos y anteriores. En efecto, desde 1996 se inició una fuerte desaceleración del PIB colombiano,<sup>4</sup> brevemente interrumpida por la burbuja de actividad económica que se

4 Esta desaceleración parece fundamentalmente de origen doméstico, puesto que coincide en una primera parte con una importante recuperación y expansión de la actividad económica de América Latina.

registró en el período II/1997-I/1998, en un contexto de grandes desequilibrios macroeconómicos (Gráfico 9).<sup>5</sup> Esta burbuja fue resultado, principalmente, de una política monetaria contracíclica

adoptada entre finales de 1996 y principios de 1998,<sup>6</sup> que precipitó un ataque cambiario y obligó a las autoridades monetarias a responder mediante alzas en las tasas de interés.

**Gráfico 8**  
**Colombia: Comportamiento del mercado laboral, 1990-2002**  
**(Siete áreas metropolitanas)**



Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República desde 2000.

La contracción de la demanda agregada fue también impulsada por los choques externos, tanto reales como financieros, que se presentaron desde mediados de 1997. El primero fue la caída en los precios mundiales de los bienes básicos entre el segundo trimestre de dicho año y el primer trimestre de 1999 (Gráfico

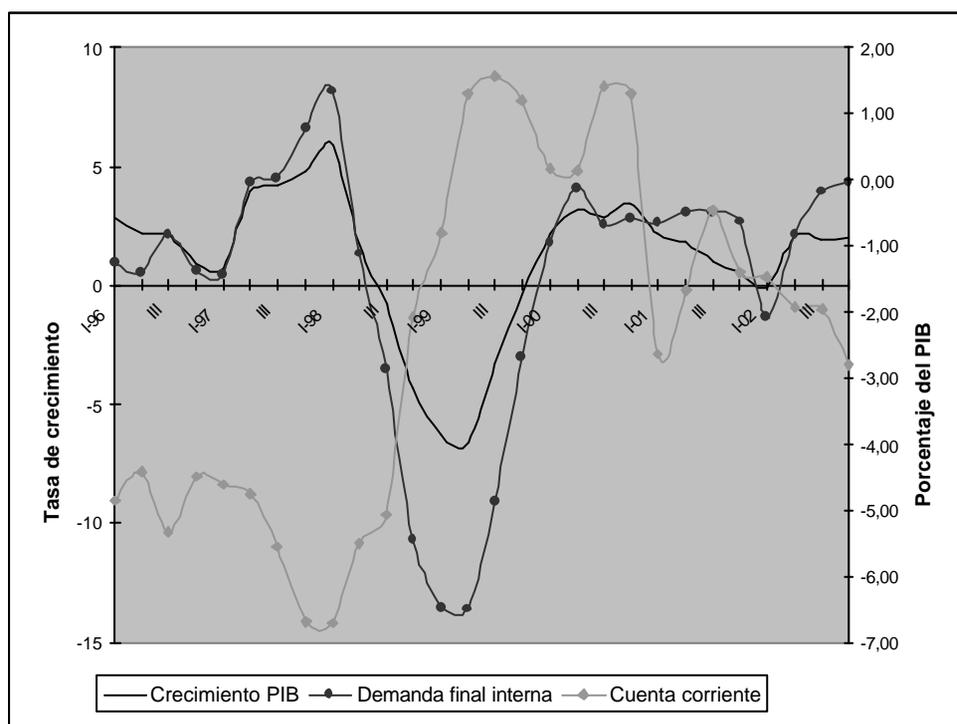
10). Los precios internacionales del café descendieron un 60% entre enero de 1998 y mayo de 2002, debido a la acumulación de inventarios en los países consumidores y a la entrada en el mercado de la oferta de los países asiáticos. Los precios internacionales del petróleo cayeron también en forma signi-

- 5 Uno de los antecedentes de la recesión de los noventa puede situarse en el *boom* de consumo (es decir, el auge de gasto público y privado) de los primeros años de la década de 1990, que generó una importante acumulación de deuda por empresas, hogares y Gobierno. Esta contracción de la actividad económica forma parte de la fuerte desaceleración del producto que se inició en 1996 (Echeverry, 1999).
- 6 La política fiscal fue expansiva desde mediados de los noventa, a juzgar por el alza continua del déficit estructural del Gobierno Nacional Central. Según Rincón, Berthel y Gómez (2003) los déficits estructural total y primario del Gobierno Nacional Central, como porcentaje del PIB, pasaron, en su orden, de 1,4% y 0,3% en 1994 a 5,9% y 2,5% en 1999.

ficativa, alcanzado en diciembre de 1998 su nivel más bajo de los últimos cinco años, en virtud principalmente de la mayor oferta de los países miembros de la OPEP. Esta evolución desfavorable de los precios internacionales, conjuntamente con la menor oferta exportable colombiana,<sup>7</sup> redujeron el valor en dólares de las exportaciones tradicionales del

país, que pasaron de \$US 6.256,2 millones anuales en el tercer trimestre de 1997 a \$US 5.264,9 millones en el primer trimestre de 1999. Por su parte, las exportaciones no tradicionales cayeron de \$US 5.581,9 millones anuales en el primer trimestre de 1998 a \$US 5.313,6 en el tercer trimestre de 1999 (Gráfico 11).

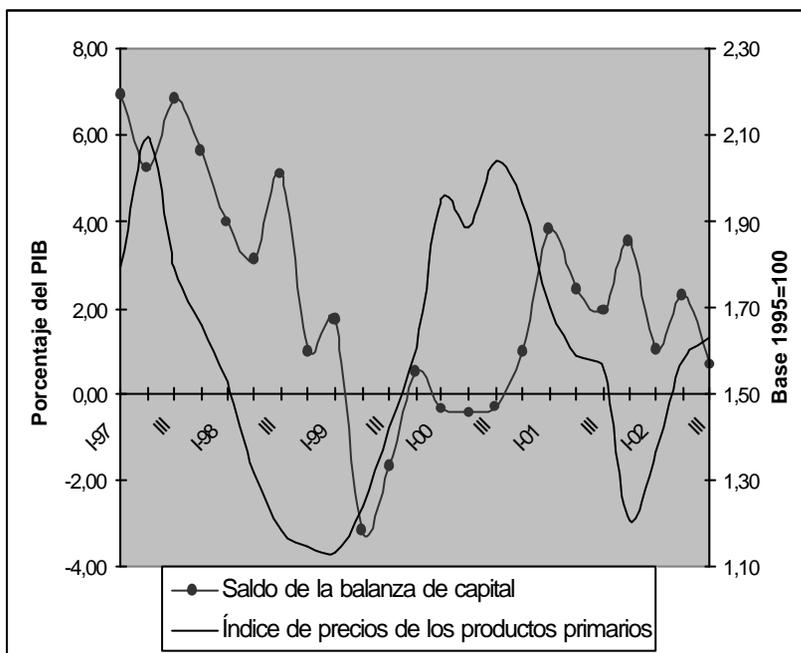
**Gráfico 9**  
**Colombia: Producto, demanda y saldo de la cuenta corriente trimestrales, 1996-2002**



Fuente: Banco de la República y DANE.

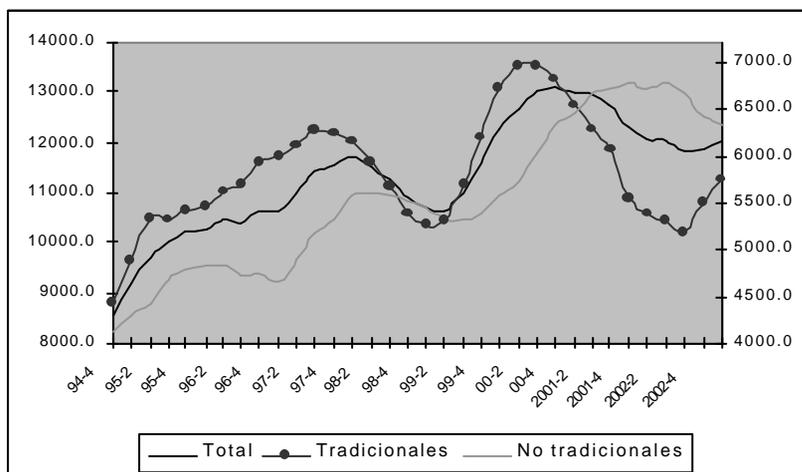
7 En el caso del petróleo, debido a la maduración de algunos pozos y al incremento de los atentados contra su infraestructura.

**Gráfico 10**  
**Colombia Precio de las exportaciones y saldo de la balanza de capitales, 1995-2002**



Fuente: DNP y Banco de la República.

**Gráfico 11**  
**Colombia Exportaciones tradicionales, no tradicionales y totales, 1994-2002**  
**(Millones de dólares)**



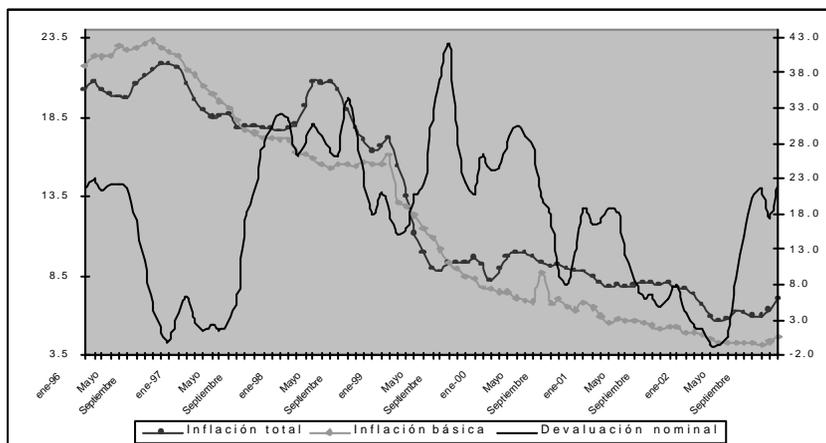
Fuente: Banco de la República.

El segundo choque está asociado con la salida repentina de capitales del país (Gráfico 10) y de la región,<sup>8</sup> producto de las crisis financieras asiática (1997) y rusa (1998), entre otras, que redujo de manera importante el acceso al crédito externo y dificultó el mantenimiento de los niveles de gasto interno y el financiamiento del desequilibrio en cuenta corriente.

Las tasas de interés reales se elevaron a niveles sin precedentes en la historia macroeconómica colombiana de las últimas décadas y agudizaron los problemas de deuda de los diferentes agentes

(Echeverry, 1999). El resultado fue una gran contracción del gasto interno (Gráfico 9) que, pese a los shocks negativos de oferta asociados con los fuertes aumentos en los salarios reales<sup>9</sup> y la mayor devaluación nominal, redujo la inflación total de 20,7% en junio de 1998 a 9,2% en diciembre de 1999 y la inflación básica de 15,6% a 7,7% en el mismo período (Gráfico 12). De hecho, el único componente del gasto interno que aumentó fue el consumo del gobierno, mientras que el consumo privado cayó y la inversión (pública y privada) registró una dramática caída (Gráfico 13).

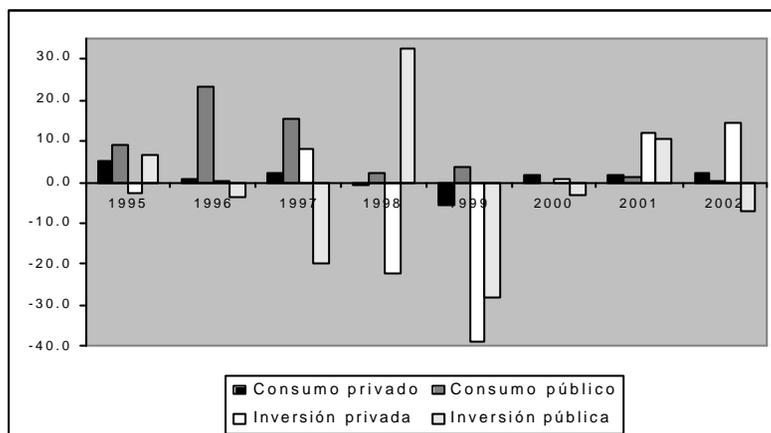
**Gráfico 12**  
**Colombia: Devaluación e inflación, 1996-2002**  
**(Tasas de variación anual)**



Fuente: Banco de la República, DANE y DNP.

- 8 El efecto de este choque pudo ser más intenso para Colombia debido al mayor riesgo crediticio a que estaba expuesto su sistema financiero y su menor liquidez.
- 9 Los salarios reales (con base en el IPC) aumentaron en la década de los noventa. Sin embargo, sus mayores aumentos se registraron en 1999: en la industria sin trilla de café aumentaron 7,9% empleados y 8,4% obreros. El salario mínimo real aumentó 6,2% en dicho año.

**Gráfico 13**  
**Colombia Consumo e inversión bruta fija, 1995-2002**  
**(Tasas de crecimiento)**



Fuente: DANE y DNP.

Estas alzas fueron producto también de la fuerte reducción de los flujos de capital hacia la región (Gráficos 1 y 5), que se inició como efecto de las crisis en algunas economías emergentes (asiática, rusa y brasilera) y las mayores tasas de interés internacionales,<sup>10</sup> y de una política de gasto público expansiva.

El resultado fue un proceso de ajuste macroeconómico que combinó alzas en las tasas de interés, mayor devaluación, caída de reservas internacionales y contracción de la actividad económica. El saldo de la cuenta corriente, como porcentaje del PIB, pasó de un déficit de 6,7% en el primer trimestre de 1998 a

un superávit de 1,2% en el último trimestre de 1999 (Gráfico 9).

En síntesis, aunque las difíciles condiciones que enfrentó la economía colombiana, en particular, desde mediados de 1998 fueron resultado de una coyuntura externa adversa y un manejo macroeconómico inadecuado en años anteriores,<sup>11</sup> la nueva administración no estuvo exenta de responsabilidades en la profundización de la recesión.

En efecto, un “programa de ajuste fiscal” caracterizado por mayores impuestos (Bonos de Paz, impuesto a las transacciones financieras y modificaciones del impuesto a la renta, entre otros),<sup>12</sup> recortes

10 Por ejemplo, la Libor (tres meses) registró un alza entre octubre de 1998 y noviembre de 2000.

11 Según la CEPAL (2002), la evolución de América Latina desde finales de la década pasada ha estado también marcada por los desequilibrios que se acumularon durante los noventa.

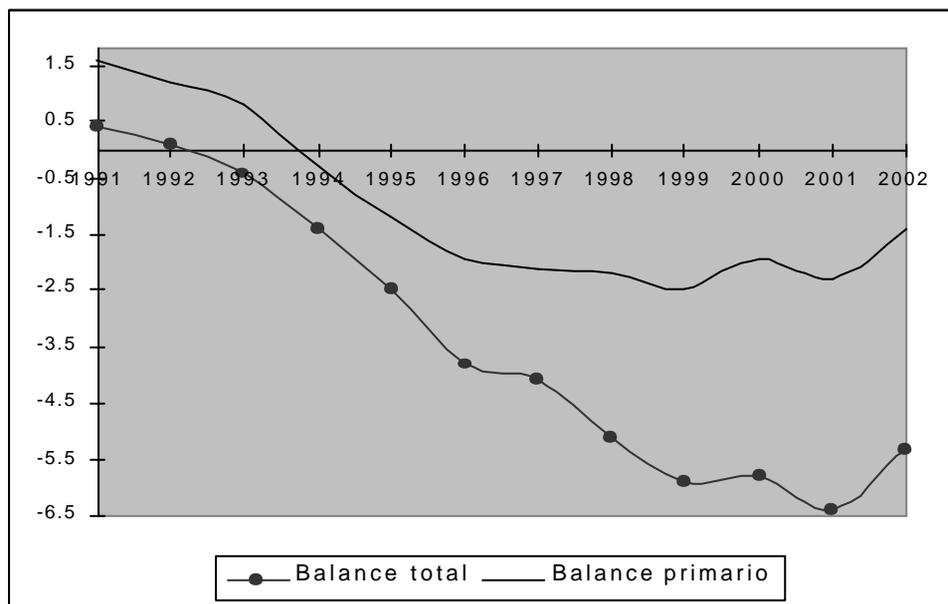
12 Como se sabe, el proyecto de reforma tributaria inicial esperaba recaudos por \$ 2,4 billones. Debido a sus modificaciones posteriores, los recaudos (incluyendo los Bonos de Paz) estimados se redujeron a \$ 1,6 billones (aproximadamente 1,1% del PIB).

de la inversión pública y aumentos en los gastos de funcionamiento, conjuntamente con la falta de rapidez en la toma de decisiones, terminaron por empeorar el ambiente y las expectativas empresariales y debilitar aún más la economía. De hecho, como se señaló, la política fiscal fue claramente expansiva en esta fase (Gráfico 14), pero de efectos perversos.

El comportamiento de la economía colombiana en esta fase puede ser interpre-

tado mediante un conocido esquema teórico de análisis de corto plazo: el denominado modelo Mundell-Fleming en su versión keynesiana (el producto en el corto plazo está determinado por factores de demanda y financieros)<sup>13</sup> de una pequeña economía abierta, con movilidad imperfecta de capitales (existencia de restricciones legales, información asimétrica en relación con la banca mundial y aversión al riesgo, entre otras razones) y tipo de cambio fijo.<sup>14</sup>

**Gráfico 14**  
**Colombia: Balance estructural del Gobierno Nacional Central 1991-2002**  
**(Porcentaje del PIB)**



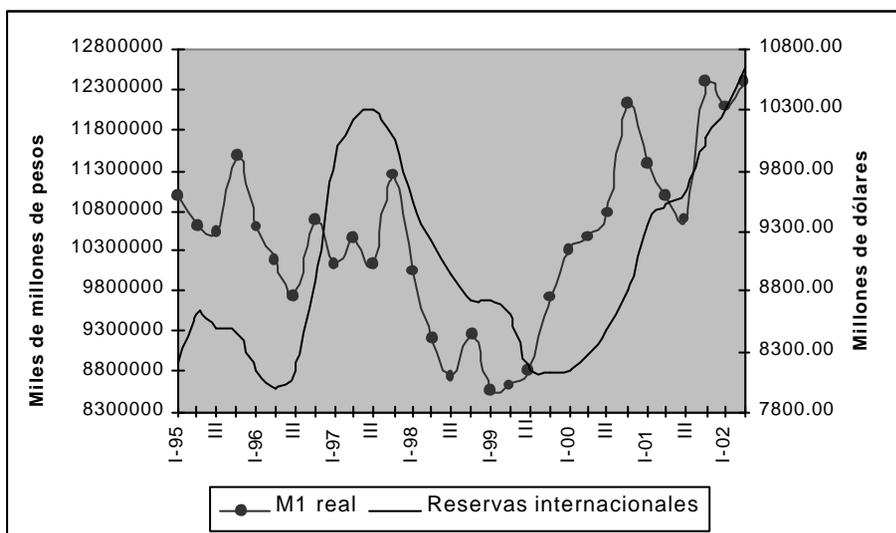
Fuente: Rincón, Berthel y Gómez (2003).

- 13 Los resultados, por ejemplo, en actividad económica e inflación son consistentes con esta versión, pese a los choques de oferta negativos que se presentaron en este periodo.
- 14 Entre finales de 1997 y septiembre de 1999, la tasa de cambio estuvo en los extremos de la banda en una gran parte y las autoridades monetarias decretaron dos alzas de dicha franja, lo cual significa que en la práctica operó como un régimen de tasa fija.

En el panel (a) de la figura 1 se presentan tres curvas en el plano  $i - y$  (tasa media de interés nominal interna y nivel de producto, en su orden), que corresponden a los equilibrios de los mercados de bienes (IS), de dinero (LM) y

de divisas (DD),<sup>15</sup> dados los valores de las variables exógenas en este modelo (por ejemplo, las tasas esperadas de inflación y devaluación). Las pendientes de las curvas aseguran que el equilibrio será estable.

**Gráfico 15**  
**Colombia: Reservas internacionales y oferta monetaria**



Fuente: Banco de la República.

Supongamos que la economía se encuentra inicialmente en el punto A (correspondiente a 1997, por ejemplo).<sup>16</sup> Como resultado de los shocks internacionales, la curva DD se desplaza hacia arriba y la curva IS hacia la izquierda (la política fiscal expansionista y la devaluación fueron insuficientes para contrarrestar este desplazamiento). En consecuencia, se inicia una contracción del

producto en medio de un desequilibrio externo. La rápida pérdida de reservas internacionales obligó a las autoridades monetarias a reducir la oferta monetaria (Gráfico 15) y a devaluar la moneda (la franja cambiaria se reajusta hacia arriba en septiembre 2 de 1998 y en junio 28 de 1999, además de su mayor amplitud en esta última fecha), produciéndose un aumento casi sostenido de la tasa de

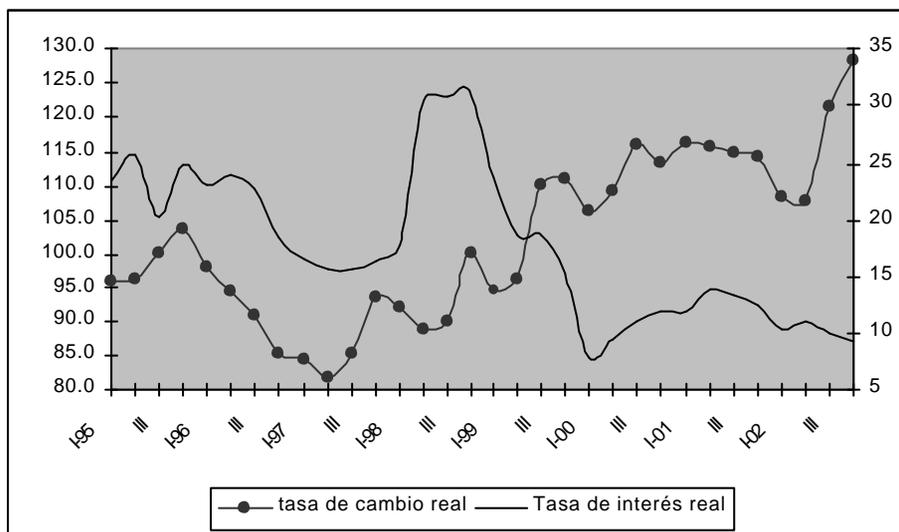
15 Este equilibrio admite variaciones en las reservas oficiales de divisas en un determinado rango, que pueden considerarse "normales".

16 La situación de equilibrio externo que se supone se basa en una variación de reservas internacionales "normal". De hecho, en diciembre de 1997 cayeron solamente en US\$ 27.8 millones con respecto a igual mes de 1996.

cambio real (Gráfico 16). Estas medidas de política económica desplazan la curva LM hacia arriba y la curva DD hacia abajo, situándose la economía finalmente en el punto C, con una tasa de interés más alta, una mayor contracción de la actividad económica y un freno a la

caída en las reservas internacionales, retornándose a una situación de equilibrio externo. La reducción del déficit en cuenta corriente permitió que, no obstante las menores entradas netas de capital, las reservas internacionales se estabilizaran.

**Gráfico 16**  
**Colombia: Tasa de cambio real y tasa de interés real**

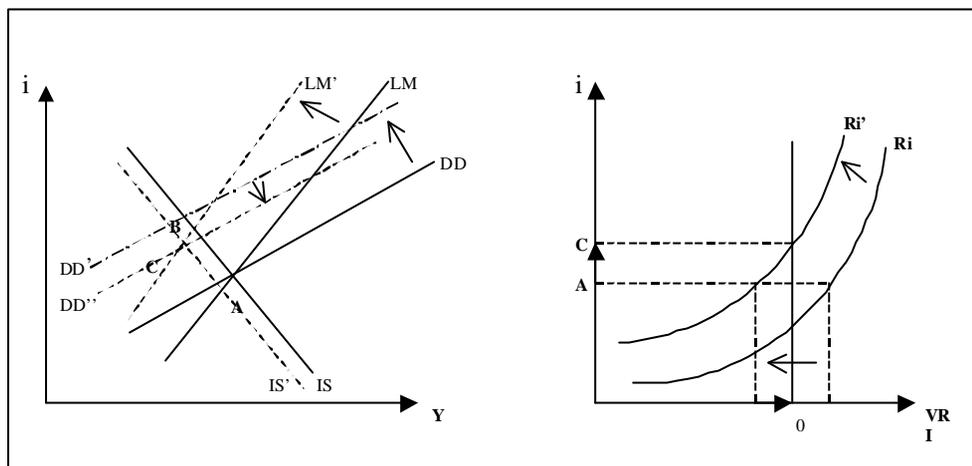


Fuente: Banco de la República y DANE.

En el panel (b) de la Figura 1 se muestra la curva que relaciona la tasa de interés interna y la variación de las reservas internacionales, denominada ( $R_i$ ). La curva  $R_i^*$  muestra su desplazamiento final como consecuencia del shock de flujos de capital, la mayor devaluación y

la recuperación de los precios mundiales de los bienes básicos exportados por Colombia. Como puede observarse, el aumento de las tasas de interés internas frenó la pérdida de reservas internacionales que se registraba desde principios de 1998.

**Figura 1**  
**Equilibrio externo con contracción monetaria y producto**



### **B. La fase 2000 – 2002: recuperación modesta e inestable**

En términos generales puede afirmarse que los cambios más importantes en la política macroeconómica en este período fueron las modificaciones en el manejo monetario y cambiario y el programa de ajuste fiscal acordado con el FMI. Como se sabe, desde septiembre 25 de 1999 Colombia adoptó un régimen de tipo de cambio flexible, que sustituyó el anterior sistema de franja cambiaria.<sup>17</sup> En este mismo período, otros países de América Latina abandonaron también sus regímenes cambiarios vigentes. La tendencia predominante fue hacia esquemas de flo-

tación de la tasa de cambio, principalmente como resultado de la eliminación del sistema de bandas cambiarias móviles, después de varios intentos de defenderlas, modificando su amplitud o sus niveles. Un contexto internacional adverso, asociado principalmente con los efectos de la crisis asiática, e importantes desequilibrios macroeconómicos heredados de años anteriores están en la base de estas modificaciones en los regímenes cambiarios. En general puede afirmarse que la adopción de un sistema cambiario flotante constituye un intento por recuperar un mayor grado de control monetario, en medio de un ambiente de grandes movimientos de capitales, y disponer

17 Aunque los sistemas cambiarios son claros en teoría, en la práctica resulta complicado clasificarlos. La clasificación de la CEPAL es dolarización, caja de conversión, otros con paridad fija, paridades móviles, bandas móviles y flotación. Por su parte, el FMI distingue cinco tipos de regímenes: tipo de cambio fijo a una sola moneda, tipo de cambio fijo a una canasta de monedas, flexibilidad limitada o cuasi-fija, flexibilidad controlada y libre flotación. Otra clasificación sobre los arreglos monetarios actuales (Bordo, 2003) es la siguiente: Fixed Arrangements (Currency Unions, Currency Boards-dollarization- y Truly fixed exchange rates), Intermediate Arrangements (adjustable pegs, crawling pegs, basket peg y target zone or bands) y Floats (managed floats y free floats).

de un margen de discrecionalidad más amplio para los propósitos de estabilización macroeconómica de la política monetaria.

El régimen de flotación colombiano está acompañado de reglas precisas de intervención de la autoridad monetaria en el mercado cambiario. El esquema de intervención tiene dos componentes: uno, para acumular reservas internacionales mediante un mecanismo de subasta de opciones tipo *put* y, otro, para controlar la volatilidad de la tasa de cambio a través de la colocación de opciones tipo *put* y tipo *call*, dependiendo de las presiones devaluacionistas o revaluacionistas. Esta última intervención se daría cuando la cotización spot del dólar se ubicara por encima (por debajo) de un cuatro por ciento del promedio móvil de la tasa de cambio en los últimos 20 días hábiles.

En cuanto al manejo monetario, en octubre de 2000 comenzó formalmente a implementarse en el país el esquema de inflación objetivo,<sup>18</sup> en virtud del nuevo régimen cambiario, el retorno a la estabilidad cambiaria y la reducción de la tasa de inflación a un dígito.<sup>19</sup> Esta estrategia consiste en la fijación de una meta de inflación explícita (un valor puntual) o implícita (un rango) que las autoridades monetarias se comprometen a alcanzar. Bajo este esquema, las autoridades monetarias colombianas definen la política monetaria teniendo en cuenta la meta de

inflación, las condiciones generales de la economía y sus perspectivas y el seguimiento de los agregados monetarios, de manera que resulten consistentes con la meta de inflación establecida.

En un modelo macroeconómico de inflación objetivo, el Banco Central puede afectar el producto modificando el instrumento de política monetaria (la tasa de interés, en este caso). Los cambios en el producto (desviaciones con respecto a su nivel potencial) afectan la inflación, aunque estos efectos suelen presentarse con retardos. En otras palabras, la política monetaria opera con rezagos que se explican por las relaciones estructurales de la economía y no pueden ser afectados por las acciones que emprenda el Banco Central. La función objetivo muestra que, aunque el Banco Central desea estabilizar la inflación alrededor de determinado valor, la estabilidad de precios no es necesariamente su único objetivo. Otras variables macroeconómicas (empleo y producto, por ejemplo) pueden ser también consideradas al diseñar la política monetaria.

Como se señaló, las decisiones de política fiscal en este período estuvieron enmarcadas en el acuerdo con el FMI, que contemplaba medidas tendientes a frenar la expansión del gasto público, restringir el endeudamiento territorial y ajustar los ingresos públicos mediante ampliaciones de la base del IVA y del

18 En 1991 se le asignó, por mandato constitucional, al Banco de la República la función de mantener la estabilidad de precios. Desde entonces empezó a fijar metas de inflación anuales.

19 En la mayoría de los países esta estrategia se implementó simultáneamente con la adopción de un régimen de tipo de cambio flotante.

impuesto de renta. Se estableció, además, un impuesto a las transacciones financieras de carácter transitorio, que después se tornó permanente.

Como se sabe, los dilemas de corto plazo entre reducción del déficit público y expansión de la actividad económica<sup>20</sup> pueden ser superados o morigerados si la política fiscal es sostenible y creíble. Dos aspectos pueden resaltarse de una política fiscal de estas características. De un lado, su intensidad. En este caso el gobierno optó por un programa de reducción suave y vacilante, a juzgar por el comportamiento del déficit estructural primario y total del Gobierno Nacional Central.<sup>21</sup> Además, como puede observarse en el Cuadro 2, las metas de déficit acordadas con el FMI fueron constantemente modificadas al alza, reflejando la

reducida voluntad política del gobierno de adelantar un programa de ajuste fiscal severo que frenara la trayectoria explosiva de la deuda pública.<sup>22</sup> De otro lado, los componentes de la política fiscal sobre los que recae el ajuste. En particular, las políticas de reducción del gasto público son fundamentales tanto para lograr un ajuste, por lo menos, no recesivo de las cuentas públicas como en sus resultados. Y, en este sentido, la inversión pública no constituye una buena política, no solo porque sus reducciones tienden a ser transitorias y muy poco creíbles, sobre todo en países caracterizados por una insuficiente dotación de infraestructura como Colombia, sino también por su carácter complementario con la inversión privada y sus probables impactos positivos sobre la productividad marginal del capital privado.

**Cuadro 2**  
**Balance del Sector Público Consolidado y metas establecidas con el FMI**  
**(Porcentaje del PIB)**

	2000	2001e	2002pr
Acuerdo con el FMI 1999	-3,5	-2,4	1,3
Revisión 2000	-3,7		
Revisión 2001		-3,3	
Revisión 2002			-2,6
2a. Revisión 2002			-4,1
Observado	-3,3	-3,2	-3,6

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y DNP.

20 Sobre los probables impactos positivos de las políticas de austeridad fiscal en situaciones de recesión pueden señalarse los trabajos de Giavazzi y Pagano (1990), Bertola y Drazen (1993) y Alesina y Perotti (1995). Una presentación teórica muy didáctica y sencilla se encuentra en Martner (2000).

21 Según cálculos de Rincón, Berthel y Gómez (2003), el último año de la administración Pastrana fue donde la magnitud del ajuste fue relativamente importante.

22 La deuda neta del Sector Público No Financiero, como porcentaje del PIB, pasó de 29,5% en 1998 a 52,9% en septiembre de 2002.

El programa de ajuste fiscal implementado por la administración Pastrana se caracterizó por mayores impuestos,<sup>23</sup> reducción de la inversión pública y prácticamente nada en gastos de consumo (Gráfico 16). En estas condiciones fue un programa de ajuste fiscal claramente recesivo que, sin duda, impidió una mayor recuperación de la actividad económica.

En el Gráfico 7 puede observarse que en el primer trimestre de 2000 la actividad económica empezó un proceso de recuperación que se agotó rápidamente. En efecto, la tasa de crecimiento anual del PIB pasó de 2,2% en el primer trimestre de 2000 a 3,5% en el cuarto trimestre de dicho año, para luego registrar una desaceleración sostenida hasta el primer trimestre de 2002 cuando el PIB se estancó en relación con el mismo período del año anterior. Desde entonces, su tasa de crecimiento se situó un poco por encima de 2% anual. Esta evolución estuvo asociada, en primer lugar, con el comportamiento del valor de las exportaciones, debido a un mejoramiento en los precios internacionales de los productos primarios y al aumento de la tasa de cambio real. En segundo lugar, la política monetaria que, conjuntamente con el proceso de ajuste fiscal adoptado en el

marco del acuerdo con el FMI,<sup>24</sup> contribuyó a la reducción de las tasas de interés internas<sup>25</sup> e impulsó la recuperación del gasto privado doméstico. Como se sabe, Colombia fue uno de los pocos países en la región que impulsó una política monetaria contracíclica, aunque sus efectos expansivos se frustraron parcialmente debido a que se concentraron en las tasas de interés de corto plazo (CEPAL, 2002).<sup>26</sup> En tercer lugar, el relativo retorno del país a los mercados financieros internacionales desde finales de 2000.

El comportamiento de las principales variables agregadas en este período puede interpretarse con base en un modelo macroeconómico de corto plazo, denominado IS-MP-IA, con tipo de cambio flexible.<sup>27</sup> La relación IS es la curva tradicional de economía abierta en el plano producto-tasa de interés real. La curva MP representa la política monetaria definida con base en una regla de tasa de interés real o, en otras palabras, el objetivo intermedio del banco central no es un agregado monetario sino la tasa de interés real. Este objetivo de tasa de interés real se asocia con el hecho de que las autoridades monetarias, cuando establecen una determinada tasa de interés nominal, tienen en cuenta la inflación o las expectativas de inflación. La tasa de

23 Se aprobaron dos reformas tributarias con el fin de aumentar los recaudos.

24 El déficit primario estructural pasó, como porcentaje del PIB, de 2,5% en 1999 a 1,9%, 2,3% y 1,4% en los tres años siguientes, respectivamente. Quizás una política de restricción fiscal sostenida hubiese contribuido a una mayor recuperación del gasto privado y frenado la desaceleración observada en el producto.

25 Esta reducción desde finales de 2000 fue facilitada por la caída de las tasas de interés externas (por ejemplo, la Libor) y del spread de la deuda colombiana hasta mediados de 2002, en este último caso.

26 La cartera crediticia muestra una reducción en este período debido, entre otras razones, a la cautela tanto de los bancos como de los deudores privados.

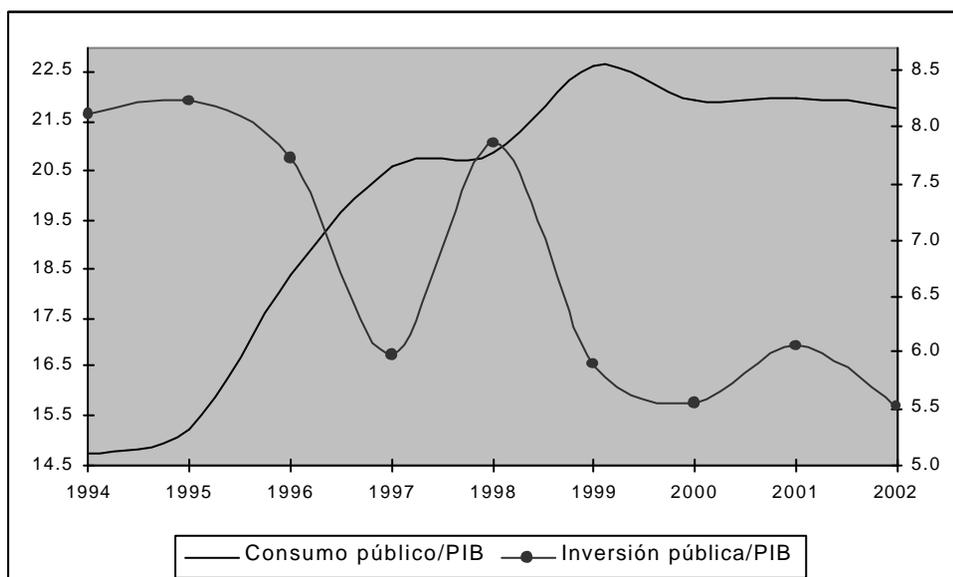
27 Una presentación de este modelo y sus ventajas frente al modelo IS-LM-AS puede encontrarse en Romer (2000).

interés real objetivo ( $r$ ) depende solamente y en forma positiva de la tasa de inflación ( $p$ ) de la siguiente forma: como a las autoridades monetarias les interesa una inflación baja y un producto alto (el producto potencial), entonces cuando la inflación es alta (digamos que por encima de la meta), buscará reducirla aumentando la tasa de interés real. En cambio,

cuando la inflación es baja (por debajo de la meta, por ejemplo), su preocupación será el producto y reducirá la tasa de interés real. En términos funcionales, la curva MP (que sustituye la curva LM del modelo keynesiano convencional) puede escribirse como:

$$r = r(?)$$

**Gráfico 16**  
**Colombia: Consumo e inversión pública**  
**(Porcentaje del PIB)**



Fuente: DANE y DNP.

Como puede deducirse, en el plano producto-tasa de interés real, la curva MP será una línea horizontal. La intersección entre las curvas IS y MP determina el nivel de producto. Además, dado que,

cuando la inflación aumenta, el banco central incrementará la tasa de interés real y se reducirá, por tanto, el producto,<sup>28</sup> se establece en consecuencia una relación negativa entre inflación y pro-

28 En este esquema macroeconómico, los cambios en la demanda agregada afectan inmediatamente el producto. La inflación solamente cambiará cuando el producto observado sea diferente del producto natural o potencial.

ducto. Esta relación constituye la curva de demanda agregada (AD).

Finalmente, puesto que, en la versión más simple de este modelo, la inflación está dada en cualquier momento del tiempo, la curva de oferta agregada de corto plazo será una línea horizontal en el plano producto-tasa de inflación. No obstante, en ausencia de *shocks* inflacionarios, la inflación subirá (bajará) cuando el producto se encuentre por encima (debajo) de la producción potencial. Obviamente, esto implica también que cuando el producto observado se encuentra en su nivel potencial, la inflación será estable. Dado que la curva de oferta agregada determina como cambia la inflación ante cambios en el producto, esta relación se denominará la línea IA (*inflation adjustment*). La intercepción entre las curvas AD-IA determina el producto y la tasa de inflación. La mecánica del modelo es la siguiente: dado que se conoce la inflación en el momento  $t$ , las autoridades monetarias fijan la tasa de interés nominal objetivo  $y$ , por tanto, la tasa de interés real, que a su vez determina el nivel de producto. En la medida en que la inflación continúe aumentando (disminuyendo), las autoridades monetarias aumentarán (disminuirán) sucesivamente la tasa de interés nominal hasta el punto en que la inflación cese y la tasa de interés real se encuentre en su nivel de equilibrio. La tasa de interés de equilibrio, entonces, será aquella que asegura la igualdad entre el producto observado

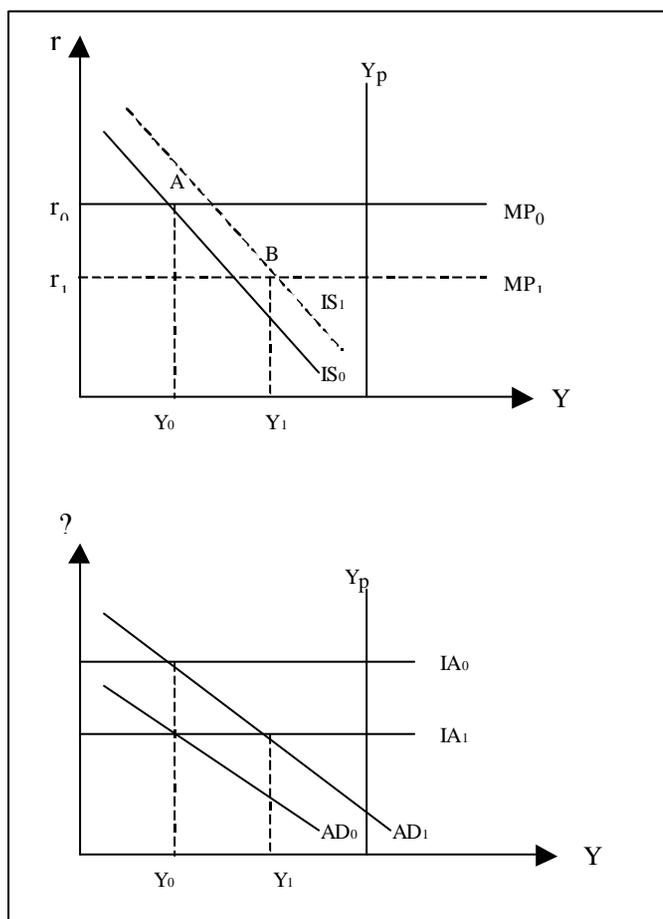
y potencial o entre el ahorro interno y la inversión doméstica más la inversión externa neta.

El modelo descrito parece útil para interpretar el desempeño macroeconómico en los tres últimos años de la administración del Presidente Pastrana (2000-2002). En efecto, en este período se adoptó un régimen de tipo de cambio flexible y un esquema de política monetaria basado en la tasa de interés como objetivo intermedio. Además, dado que este período se inicia con un nivel de producto significativamente inferior a su valor potencial, puede suponerse una curva de oferta agregada de corto plazo bastante horizontal en el tramo relevante.

En la Figura 2, el punto A representa la situación de la economía en 1999. En dicho año, el PIB cayó 4,2% y la inflación se situó en 9,2%.<sup>29</sup> De acuerdo con el modelo presentado, la inflación debía continuar reduciéndose, en ausencia de *shocks* inflacionarios importantes, como efectivamente ocurrió. Además, desde entonces, la inflación observada se situó por debajo de la meta, lo que facilitó una política monetaria de bajas tasas de interés nominales y reales (desplazamiento de la curva  $MP_0$  a  $MP_1$ ) que, conjuntamente con un aumento en el valor de las exportaciones y un relativo retorno a los mercados financieros internacionales (desplazamiento de la curva  $IS_0$  a  $IS_1$ ), impulsaron la recuperación de los niveles de gasto y producto (el PIB pasó de  $Y_0$  a  $Y_1$ ).

29 Según Clavijo (2000), la fuerte desinflación que se registró en este año (bajó de 16,7% en 1998 a 9,2% en 1999) fue sorpresiva.

**Figura 2**  
**2000-2002: Recuperación y menor inflación**



## Conclusiones

Aunque el período de la administración Pastrana puede caracterizarse, en general, como de estancamiento, un examen más detallado permite identificar claramente dos fases: 1998/III – 1999/IV y 2000 – 2002.

En la primera fase, la economía colombiana enfrentó una de las recesiones más fuertes de la historia, incluso mayor a la

experimentada en la década de 1930. Esta situación parece explicarse en un proceso de contracción de la demanda agregada como resultado de la acumulación de una serie de desequilibrios macroeconómicos, la reducción de los precios internacionales de los productos primarios y la drástica disminución de los flujos de financiamiento externo, en virtud de las crisis financieras en algunas economías emergentes.

De otro lado, las reacciones de política fueron tardías e inadecuadas y terminaron por profundizar la recesión. Un “ajuste fiscal” caracterizado por mayores impuestos, reducción de la inversión pública y prácticamente nada en materia de gastos de consumo es, sin duda, recesivo y poco sostenible. Aún más, a juzgar por el déficit estructural, dicho ajuste no se presentó. Por su parte, la defensa de la banda cambiaria, en el marco de una salida intempestiva de flujos de capital de la región, generó alzas sin precedentes en las tasas de interés domésticas, pérdidas significativas en las reservas internacionales y un ambiente de alta incertidumbre en los mercados financieros. En estas condiciones, el proceso de ajuste macroeconómico combinó fuertes alzas en las tasas de interés, pérdida de reservas internacionales, altos ritmos de devaluación y una severa disminución en el producto.

En relación con el segundo período, puede decirse que los cambios de política y el mejoramiento de las condiciones externas permitieron un leve repunte de la actividad económica. La liberación de la tasa de cambio y la adopción del esquema de inflación objetivo otorgó mayor autonomía a las autoridades económicas, lo que permitió la implementación de una política monetaria contracíclica. Los reajustes de la franja cambiaria de finales de los noventa y su eliminación posterior contribuyeron a mejorar la competitividad de la economía. En materia fiscal, lo más destacable fue el acuerdo con el FMI, que

revivió la confianza de los agentes en términos de compromisos fiscales y redujo la incertidumbre en cuanto a financiamiento externo.

Como resultado, aumentó la capacidad de las autoridades monetarias para iniciar un proceso de disminución de las tasas de interés, al mismo tiempo que logró consolidar una inflación de un dígito. Adicionalmente, el aumento en el valor de las exportaciones, debido básicamente al aumento de los precios internacionales del petróleo, así como el mayor dinamismo de las exportaciones no tradicionales y el retorno del país a los mercados financieros internacionales, permitieron la recuperación del producto.

Finalmente, aunque en estos momentos los mayores ritmos de crecimiento de la economía se mantienen, la recuperación parece frágil. En especial, debe fortalecerse la política de austeridad fiscal que, de un lado, frene el crecimiento explosivo de la deuda pública y, de otro lado, contribuya al crecimiento de mediano y largo plazo. Es necesario, además, una política monetaria coherente con un objetivo de inflación baja y estable. El retorno a los mercados financieros internacionales debe evitar la generación de *booms* de consumo público y privado, puesto que si algo quedó claro en la década anterior fue que la dependencia excesiva de las economías de los mercados financieros internacionales puede resultar altamente nociva.

## Bibliografía

- ALESINA, Alberto y PEROTTI, Roberto, 1995. "Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Countries", *Economy Policy: A European Forum*, No. 21, Octubre.
- BERTOLA, Giuseppe y DRAZEN, Alban, 1993. "Trigger Points and Budget Cuts: Explaining the Effects of Fiscal Austerity", *American Economic Review*, Vol. 83, No. 1, marzo.
- BORDO, Michael, 2003. "Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective", *NBER*, Working Paper, No. 9654, abril.
- COMISIÓN Económica para América Latina, 2001. *Una década de luces y sombras: América Latina y El Caribe en los años noventa*. Alfaomega, Bogotá.
- COMISIÓN Económica para América Latina, 2002. *Balance preliminar de las economías de América Latina y El Caribe 2002*. Publicación de las Naciones Unidas, Santiago de Chile, diciembre.
- CLAVIJO, Sergio, 2000. "Reflexiones sobre política monetaria e "inflación objetivo" en Colombia", *Borradores de Economía*, No. 141, Bogotá, febrero.
- ECHEVERRI, Juan Carlos, 1999. "La recesión actual en Colombia: flujos, balances y política anticíclica", *Archivos de Macroeconomía*, No. 113, Bogotá, junio.
- GIAVAZZI, Francesco y PAGANO, Marco, 1990. "Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary?", *NBER Macroeconomic Annual*. MIT Press.
- MARTNER, Ricardo, 2000. "Estrategias de política económica en un mundo incierto", *Cuadernos del ILPES*, 45, abril.
- RINCÓN, Hernán, BERTHEL, Jenny y GÓMEZ, Miguel, 2003. "Balance fiscal estructural y cíclico del Gobierno Nacional Central de Colombia, 1980-2002", *Borradores de Economía*, No. 246, Bogotá, junio.
- ROMER, David, 2000. "Keynesian Macroeconomics Without the LM Curve", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. 2, Spring.