

# Borradores de ECONOMÍA



---

## *Anatomía de los ciclos económicos en Colombia 1970-2007*

*Gloria Cecilia Martínez*♥  
gloriacmj@gmail.com

---

### ***Resumen***

Este documento analiza los cuatro ciclos completos económicos que se presentaron en Colombia desde 1970. Se logró identificar que los cambios en factores externos, como lo son las mejoras en los términos de intercambio y flujos de capital, han sido impulsores de los auges. Adicionalmente, como principal objetivo, muestra la responsabilidad que han tenido factores y políticas internas en el desarrollo de los ciclos. Estos han sido amplificadores del impulso externo inicial convirtiéndolo en auges insostenibles que llevan a la economía a condiciones vulnerables. Por lo tanto, los factores que fueron inicialmente impulsos del crecimiento se convierten en detonadores de la crisis.

***Palabras Claves:*** Ciclo económico, fricciones financieras, impulsos, detonadores, amplificadores.

***Clasificación JEL:*** E32, E52

---

La serie Borradores de Economía es una publicación de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Los trabajos son de carácter provisional, las opiniones y posibles errores son responsabilidad exclusiva de los autores y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

♥ Estudiante de Economía y Negocios Internacionales de la Universidad Icesi (Cali) en pasantía en el Banco de la República. La autora agradece los aportes y la asesoría de Lavan Mahadeva, asesor del Gerente General del Banco de la República.

---

*Anatomía de los ciclos económicos en Colombia 1970-2007*

*Gloria Cecilia Martínez*♥

---

***Abstract***

In this paper, I analyse the four complete economic cycles that Colombia have taken place since 1970 as event studies. I show that positive changes in external factors, such as improvements in the terms of trade and inflows of capital have acted as impulses for each of these cycles. But then domestic factors and policies had an important part to play as amplifiers converting a potentially favourable position into an unsustainable boom which leave the economy vulnerable. Once the economy is vulnerable, the same factors which had been impulses, reverse, and become detonators of crises.

***Key words:*** Economic cycles. Colombia, financial frictions, impulse, detonators, amplifiers.

***JEL codes:*** E32, E52

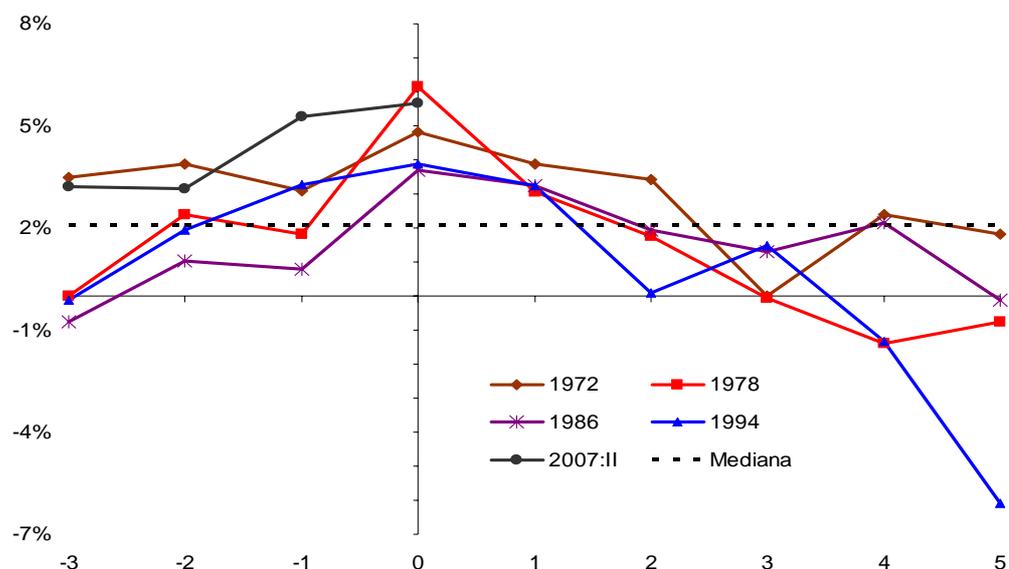
## Anatomía de los ciclos económicos en Colombia 1970-2007

### 1. Introducción y Motivación

La sostenibilidad del crecimiento económico y la política monetaria son temas que actualmente interesan mucho a los colombianos. El hecho es que, en países como el nuestro, es relativamente fácil conseguir unos pocos años de crecimiento económico, pero el verdadero desafío es sostener ese ritmo de expansión. El grave peligro radica en que un crecimiento no sostenible puede convertirse con facilidad en recesión, y los costos de este tipo de inestabilidad recaen sobre todos los colombianos, pero son más pesados para los más pobres.

Al observar el crecimiento per-cápita de la economía colombiana desde 1970 hasta 2007:II encontramos cuatro ciclos. En estos períodos se han presentado crecimientos superiores al 4% y posteriormente, en promedio 4 años más tarde, se alcanzan tasas de crecimiento negativas lo que representa una menor riqueza para cada uno de los colombianos (ver Gráfico 1)

**Gráfico 1. Crecimiento del PIB per-capita (1969-2007: II)**



Fuente: GRECO, Datos Carmen Elisa Flórez, Banco de la República y Cálculos Propios

Nota: El crecimiento se calcula con la siguiente fórmula:

$$\ln(PIB_t / PIB_{t-1}) - \ln(Población_t / Población_{t-1})$$

Año de máximo crecimiento se encuentra en el punto 0 del eje horizontal

Este diagnóstico nos motivó a hacer este estudio. Especialmente el hecho de que actualmente la economía colombiana está presentando una alta tasa de crecimiento per-cápita (aproximadamente 6%<sup>1</sup>). Esto podría suponer que, de repetirse la historia, en cuatro años entraríamos presentando tasas de crecimiento per-cápita nulas o negativas. Por esto la necesidad de identificar los principales impulsos, amplificadores y detonadores de cada uno de los ciclos y de este modo encontrar características comunes que permitan entender y desarrollar políticas para que el crecimiento sea sostenible.

Este documento se divide en cuatro secciones siendo esta breve introducción la primera. En la sección dos se hace una explicación de las principales variables económicas que muestran la vulnerabilidad de la economía colombiana. En la sección tres se presenta una descripción de los principales hechos que se presentaron en cada uno de los ciclos y, por último, la sección cuatro presenta las principales conclusiones del documento.

---

<sup>1</sup> Esta tasa de crecimiento per-cápita para el 2007 fue calculada con la proyección del crecimiento del PIB, tomado del informe de inflación septiembre de 2007; y la proyección del crecimiento de la población, tomada del documento “Proyecciones nacionales y departamentales de población 2006-2020 publicada por el DANE.

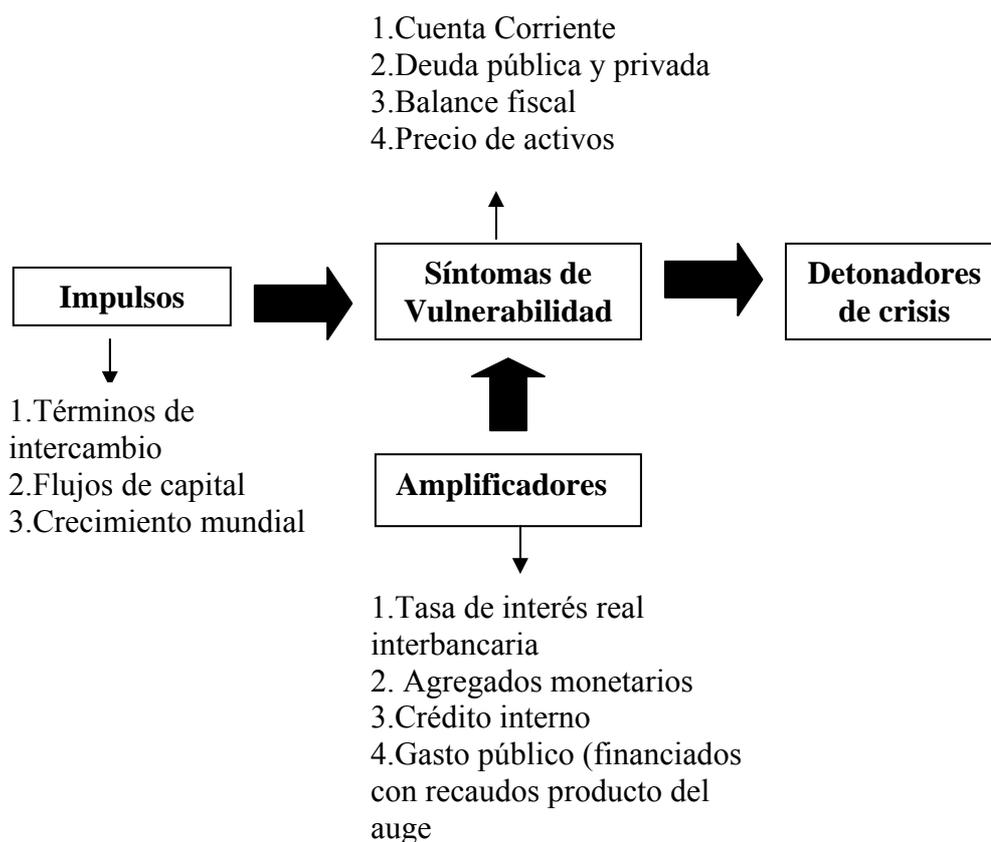
## **2. Impulsos, amplificadores y detonadores de los ciclos colombianos**

A continuación se hará una descripción de los principales hechos que se presentaron durante los cuatro ciclos. Es importante resaltar que en Colombia los ciclos han sido claramente impulsados por los acontecimientos externos, como lo son los cambios en los precios internacionales de los principales productos de exportación, en especial las exportaciones de café que llegaron a representar el 7.2% del PIB colombiano en 1987; por fluctuaciones en las tasas de interés internacionales y por aumentos y posteriores caídas de la inversión extranjera directa. Esto demuestra que los ciclos de financiamiento tanto externos como internos y los términos de intercambio han sido impulsores y detonadores de los ciclos económicos en Colombia.

Pero aunque los factores externos han jugado un papel importante en los ciclos colombianos queremos mostrar, a diferencia de la mayoría de literatura, cómo factores internos (una política fiscal, monetaria y de estabilidad financiera pro-cíclica o, al menos, no suficientemente contra-cíclica, e imperfecciones en el mercado financiero colombiano que elevan la tasa de descuento de los prestatarios) han jugado un papel crítico al ser amplificadores del impulso externo inicial. Por estos amplificadores, los beneficios de las condiciones externas favorables se han convertido en auges insostenibles que llevan a la economía a condiciones vulnerables en los picos de los ciclos.

Para realizar el análisis en cada uno de los ciclos se empleará el esquema del Gráfico 2 donde se clasifican las variables como impulsos, amplificadores, síntomas y detonadores. Los impulsos desencadenan el ciclo, los amplificadores son aquellos factores que generan un resultado no sostenible ante lo que debería ser un impulso favorable, los síntomas son las variables que revelan la vulnerabilidad del crecimiento, y los detonadores son los que inician la crisis exponiendo las vulnerabilidades.

## Gráfico 2. Anatomía de un Ciclo económico



Examinando los principales impulsos externos encontramos que (Ver Tabla 1):

- ✓ Se presentaron mejoras en los términos de intercambio antes de cada uno de los últimos tres ciclos.
- ✓ Como lo indica la mayor parte de la literatura, los flujos de capital jugaron un papel importante especialmente en el último ciclo, dado que venían aumentando antes del año de mayor auge, convirtiéndose en impulsos del crecimiento.

Así mismo, como evidencia de factores amplificadores tenemos que:

- ✓ El precio real de los activos presentó un crecimiento positivo, en el segundo y cuarto ciclo. Un compartimiento muy pro cíclico de los precios de activos refleja la influencia de imperfecciones en los mercados financieros colombianos, como destaca Fernando Tenjo y sus colaboradores en una reciente publicación del Banco de la República (Charry et al, 2007)
- ✓ La tasa de interés real interbancaria disminuye antes del auge en el primer y tercer ciclo lo que demuestra la prociclicidad de la política.

✓ Al analizar el comportamiento de M2 como porcentaje del PIB, encontramos que esta variable presentó un comportamiento creciente antes de los auge en todos los ciclos, exceptuando el tercero. Esto posiblemente indica que fue difícil hacer una completa esterilización de la intervención cambiara en los períodos de bonanza.

Por último, los síntomas de vulnerabilidad han sido una cuenta corriente deficitaria, un alto nivel de deuda (sea externa o interna, pública o privada), precios de activos domésticos muy altos, inflación alta, y un tasa de cambio sobrevaluada en términos real. No todos estos síntomas se manifiestan en los puntos vulnerables, pero en cada auge hay más de una síntoma.

El efecto se captura en el comportamiento de las siguientes variables:

- ✓ En dos de los ciclos (el primero y el último) la cuenta corriente fue deficitaria.
- ✓ La deuda del gobierno central, tanto externa como interna, alcanzó niveles muy altos como porcentaje del PIB en los dos últimos períodos de auge<sup>2</sup>.
- ✓ En dos de los ciclos (segundo y cuarto) la tasa de cambio real se revaluó antes del año del auge.

Cuando la economía está vulnerable, vemos que cualquier cambio en el ambiente externo rápidamente afecta las finanzas y provoca la recesión que termina el ciclo. Esto lo podemos observar en la Tabla 1. Encontramos que en los tres últimos ciclos, después del año del auge los términos de intercambio empeoran, y en el primer y tercer ciclo los flujos de capital como porcentaje del PIB disminuyen. De esta manera, los factores externos que han sido los impulsos para un mayor crecimiento más tarde pueden ser los detonantes de una recesión, pero solo después de que factores domésticos han dejado la economía vulnerable.

---

<sup>2</sup> Al considerar si la deuda externa es sostenible o no, se deben considerar los cambios estructurales y permanentes en los mercados internacionales. La deuda externa del Gobierno Nacional Central Colombiano es mucho más alta después 1998 que antes (en el 2005 alcanzó el 34% mientras que a finales de los 80 era en promedio 4%). Sin embargo es importante resaltar que un nivel más alto de deuda puede ser más sostenible en estos años por el efecto de la globalización financiera internacional que pasó desde la década de los 90's en adelante.

Tabla 1. Comportamiento de las principales variables analizadas tres años antes y después del año del auge.

	Año máximo crecimiento							
	1972		1978		1986		1994	
Cuenta Corriente/PIB 1/	-1,95%		1,19%		1,12%		-4,50%	
Deuda Gobierno Nacional/PIB								
Interna	5,47%		1,76%		7,56%		5,11%	
Externa	9,56%		4,94%		11,79%		7,21%	
Deuda Privada/PIB 2/								
Externa	14,22%		9,19%		10,96%		9,81%	
	1972-1970	1974-1972	1978-1976	1980-1978	1986-1984	1988-1986	1994-1992	1996-1994
Inflación (pp) 3/	6,66	9,53	-5,78	10,11	-0,86	6,99	-7,53	-4,38
M2/PIB (pp) 3/	0,69	2,87	3,13	5,13	-0,97	-1,46	6,91	2,56
Tasa de Interés real (pp) 3/	-3,73	0,50	4,59	1,05	-3,72	1,10	-0,82	-0,47
Flujos de capital/PIB (pp) 3/	-1,42	-1,71	-0,35	4,34	-0,32	-1,77	5,73	2,02
Precio de Activos Real 4/	-44,39%	-49,50%	41,35%	-35,28%	-38,40%	17,78%	61,36%	-13,15%
Tasa de Cambio real 4/	7,55%	13,44%	-15,81%	-2,09%	48,43%	10,66%	-22,41%	-13,29%
Términos de Intercambio 4/	-1,75%	2,77%	45,24%	-23,32%	24,85%	-32,29%	14,02%	6,01%

pp: Puntos Porcentuales

1/ Superávit (Déficit) como porcentaje del PIB. Fuente: GRECO y Banco de la República

2/ Fuente: Contraloría General de la República y Banco de la República

3/ Es la diferencia en puntos porcentuales entre dos años antes y dos años después del año de máximo crecimiento,  $t$ . ( $Dato_t - Dato_{t-2}$  y  $Dato_{t+2} - Dato_t$ ). Fuente: Inflación DANE, tasa de interés real GRECO, M2 es tomada del FMI y los flujos de capital del Banco Mundial y se refieren a la cuenta financiera.

4/ La fórmula para calcularlo es  $\left(\frac{Dato_f}{Dato_i}\right) - 1$ . Los datos sobre precio de activos fueron tomados de Tenjo, F. Charry, L. López, M. y Ramírez, J. (2007) y se calculan como una ponderación del índice general de la bolsa de Colombia (IGBC) y un índice de vivienda. Fuente: tasa de Cambio Banco de la República y términos de intercambio DANE.

Por lo tanto, este breve estudio muestra que los ciclos colombianos no solo comprometen asuntos externos sino que, por el contrario, involucran una gran responsabilidad de política y reformas internas que deberían suavizar el efecto domestico de los cambios externos.

### **3. Un análisis histórico**

#### **a. Primer Ciclo 1972**

El primer ciclo de estudio se enmarca en los años 1969-1977. Para este período Colombia alcanza una tasa de crecimiento per-capita de 4.8% en 1972 que es seguida, 3 años más tarde, por una tasa per-capita casi nula. Hasta 1974 este período se caracteriza por altas tasas de crecimiento y altos niveles de utilización de capacidad instalada en el sector manufacturero.

Es importante resaltar que este ciclo no solo se vio impulsado por un aumento de la demanda o de los precios internacionales del café sino por el inicio de una política fiscal que buscaba basar el crecimiento económico en el aumento de las exportaciones y a la política cambiaria de mini-devaluaciones que permitió contener la sobrevaluación del tipo de cambio. Estas políticas ayudaron a que las exportaciones no tradicionales aumentaran pasando del 5% del PIB a comienzos de los 60 a valores superiores al 10% a mediados de los 70. Apoyadas adicionalmente por un incremento de la inversión pública que aumentó la formación bruta de capital<sup>3</sup>.

Los últimos años de este ciclo se caracterizaron por la búsqueda de una liberalización de la economía; especialmente la liberalización financiera de 1974 donde se eliminaron las restricciones a las tasas de interés (las cuales estaban bastante intervenidas por el gobierno), se buscó mejorar la participación de los bancos como intermediarios del ahorro y se disminuyeron los coeficientes de encaje ordinario. Pero según Villar et al. (2005) esta liberalización financiera entró en conflicto con las dificultades de manejo monetario que llevó a la significativa acumulación de reservas asociada con la bonanza cafetera. El Banco de la República intentó controlar la expansión de dinero primario mediante la emisión de certificados de cambio, pero esto fue insuficiente y se hizo necesario utilizar varios instrumentos complementarios para regular la expansión secundaria.

---

<sup>3</sup> Cuddington, J (1986). Bonanza de productos básicos, estabilización macroeconómica y reforma comercial en Colombia.

Por último, al considerar los detonantes de la crisis encontramos: la crisis internacional del petróleo (1973-1974) que ocasionó el aumento mundial de la inflación, un alza significativa de las tasas de interés externas, el crecimiento real negativo de la economía norteamericana, -0.59% en 1974, que repercutiría negativamente en la tasa de crecimiento colombiana, y las presiones fruto de la bonanza que obligaron, a final del período, a tomar fuertes medidas para controlar los agregados monetarios manteniendo el grado de profundización financiera en niveles bajos (Villar et al. (2005)).

Al finalizar este período, producto de las presiones de la bonanza cafetera, se generó un aumento de la inflación en un 30% tan solo en 7 meses en 1977 (ocasionada especialmente por el aumento en el precio relativo de los alimentos), y un incremento en el ritmo de crecimiento de la industria manufacturera (Landerretche (1992))

#### **b. Segundo Ciclo 1978**

El segundo ciclo, que comprende los años 1975-1983, presenta un crecimiento real per-capita de 6.14% en 1978, el crecimiento más alto presentado en todos los años de estudio, impulsado por la bonanza cafetera. Posteriormente se da una caída significativa durante los años 80 alcanzando un crecimiento per-cápita negativo de 1.38% en 1982.

El principal impulso del significativo crecimiento que se presentó en 1978 fue el aumento del precio internacional del café a causa de las heladas que se presentaron en Brasil en 1975, y por ende a la disminución en la oferta internacional de café. A esto se le agrega el crecimiento de la demanda de productos colombianos por parte de Venezuela quienes contaban con altos ingresos gracias al alza en el precio del petróleo; y el aumento de las exportaciones de productos ilegales como la cocaína y la heroína. Este incremento de las exportaciones (tanto tradicionales como no tradicionales) y la venta de productos ilegales permitieron que Colombia aumentara aproximadamente 10 veces sus reservas (pasaron de US\$ 408 millones en 1975 a US\$ 5.313 millones en 1982) y lograra una cuenta corriente nuevamente superavitaria: 1.69% del PIB en 1977.

Gracias al auge muchos bancos internacionales se interesaron en Colombia y estuvieron dispuestos a suministrar grandes créditos con la confianza de que teníamos una estabilidad económica que permitiría responder con los altos costos de la deuda (la

deuda pública externa creció en un 46% un año después del auge y la privada cerca del 20%). En 1979, un año después del auge, el nivel de utilización de la capacidad instalada en la industria manufacturera registra un nivel muy alto (levemente superior al 82%) al igual que el crecimiento del sector industrial (Landerretche (1992))

La entrada masiva de divisas, generada especialmente por los recursos de financiamiento externo que empleó el gobierno para cubrir su alto déficit, y por la cuenta corriente altamente deficitaria (el déficit del gobierno fue en promedio 5.5% durante 1980-1985 y el déficit de cuenta corriente fue 6.23% del PIB en 1982, ambas cifras fueron las más altas durante todo el período de estudio), obligaron a adoptar una política monetaria contraccionista en busca de mantener el crecimiento de los agregados monetarios y frenar el crédito y el consumo. Es por esto que se adoptó en 1977, hasta 1980, un encaje marginal del 100%. Sin embargo esto no generó que la base monetaria dejara de crecer por encima de la tasa de crecimiento de la economía (el crecimiento de la base monetaria era de 42% en 1978 mientras que el crecimiento real de la economía para el mismo año era de 8.47%).

Entre los detonantes de la crisis que se presentaría en 1982 encontramos el hecho que el peso colombiano se venía revaluando frente al dólar, aproximadamente en un 30%. Esto generó una alta pérdida de competitividad de las exportaciones no tradicionales colombianas las cuales volvieron a tener una participación parecida a la de los años 60, alrededor de un 6% del PIB.

Adicional, al acabarse la bonanza cafetera teníamos una economía al debe con un servicio de la deuda bastante costoso debido al aumento de las tasas de interés por parte de Estados Unidos en busca de frenar la inflación producto del incremento del precio del petróleo (el servicio de la deuda del GNC creció en un 67% en 1981). La Banca Internacional suprimió los créditos que prestaba para América Latina y, por último, se presentó el colapso de numerosas instituciones financieras, lo que obligó a concentrar la mayoría de las políticas en la búsqueda de la recuperación del sector financiero.

La salida de capitales debido a la desconfianza en el país y a las altas tasas de interés de Estados Unidos, junto al pago de la deuda dejó una cuenta de pagos bastante deficitaria.

Las bajas tasas de crecimiento en los años 80 fue algo general en América Latina, sin embargo Colombia pudo sobrellevar mejor esta crisis en comparación a otros países latinoamericanos gracias a la considerable acumulación de reservas que había logrado con la bonanza cafetera.

### **c. Tercer Ciclo 1986**

En este ciclo encontramos un crecimiento per-cápita de 3.71% en el año 1986 seguido por un descenso hasta -0.12% en 1991. Estas altas tasas de crecimiento a mediados de los años 80 fueron impulsados primordialmente por condiciones externas favorables como una reducción de las tasas de interés externas, aumento de la inversión extranjera directa y entrada de capital extranjero, mejora en los precios de los productos básicos y una fuerte caída en el precio de las importaciones (la variación del índice de valor unitario de las importaciones fue de -9.1% en 1986<sup>4</sup>)

En este período se presentaron una serie de reformas económicas orientadas a abrir la economía, facilitar el funcionamiento de los mercados y reducir la participación del estado en las actividades productivas, buscando mejorar la productividad y la competitividad de Colombia en el extranjero.

Durante estos primeros tres ciclos, la política cambiaria estuvo basada en el sistema de mini devaluaciones mediante el cual la tasa de cambio se iba devaluando a pequeñas tasas en un corto plazo ayudando a mejorar la competitividad de los productos colombianos o devaluar cuando crecía la demanda por divisas. Este sistema funcionó bien en sus primeros años donde permitió contener la sobrevaluación del peso y apoyar la política fiscal para fomentar el crecimiento de las exportaciones. Sin embargo en la crisis de los 80 no fue posible mantener el sistema y se generó una devaluación sin precedentes (50% en 1985).

Urrutia (2002) plantea que una de las desventajas del sistema de mini devaluaciones es que dificultaba el manejo de la política monetaria al ser bastante procíclico dado que en

---

<sup>4</sup> Landerretche, O. (1992). "Inflación moderada y persistente en una economía heterogénea y periférica: El caso colombiano 1970-1990". Capítulo 1 libro Cambios estructurales y crecimiento, 20 años de experiencia colombiana. Pag 53

los períodos en que aumentaban los ingresos gracias a las mejoras en los términos de intercambio el Banco de la República debía emitir masivamente para comprar reservas internacionales y no resultaba fácil llevar a cabo esterilización, por lo tanto aumentaba la oferta monetaria impulsando la expansión de la economía. Mientras que cuando se reservaban los flujos de capital el Banco de la República debía endurecer la política monetaria para no perder reservas a la tasa de cambio vigente (en 1978 cuando se dio una mejora en los TDI, M1 creció en un 30% y en 1986 M1 y M3 crecieron a tasas del 33% y 35% respectivamente; tasas de crecimiento por encima del promedio histórico).

Sin embargo la prociclicidad del sistema de cambio fue manejada con una política cafetera que ayudó a esterilizar los efectos de las bonanzas externas de los años 70 y 80's, años en los que los agregados monetarios crecían por la compra de reservas internacionales. Bajo esta política en las épocas en que los términos de intercambio eran favorables se aumentaba la retención cafetera manteniendo divisas en el extranjero y de este modo se podía disminuir el efecto sobre la demanda interna. En caso contrario, cuando los términos de intercambio disminuían, el Fondo Nacional del Café desacumulaba reservas y subsidiaba la demanda interna<sup>5</sup>. Esta política resultó más efectiva que la empleada por el Banco de la República con el aumento de encaje bancario u operaciones de mercado abierto con títulos propios directamente, los cuales desestimularon la intermediación financiera evitando que las tasas de interés sirvieran como herramienta para la asignación de recursos.

Adicionalmente Villar et al. (2005) encontraron que el endeudamiento externo privado y la política de encajes del Banco de la República fueron procíclicos y contribuyeron a explicar el crédito doméstico reforzando los ciclos del crédito generados por las oscilaciones en los flujos netos de capital externo. Solo durante la crisis que se empezó en 1998 los encajes se comportaron de manera contracíclica (estos se redujeron para contrarrestar la caída en la actividad crediticia).

---

<sup>5</sup> Urrutia (2002). "UNA VISIÓN ALTERNATIVA: La política monetaria y cambiaria en la última década". Banco de la República. Pag 11

#### **d. Cuarto Ciclo 1994**

El cuarto período inicia con una fuerte liberalización comercial y financiera que había comenzado desde finales de los 80 y que se consolida en los 90; con la firma de varios acuerdos comerciales, y con una significativa entrada de capitales gracias a la disminución de las restricciones a la inversión extranjera y al aumento del interés de las economías foráneas por las llamadas economías emergentes (especialmente por las altas tasas de interés que se ofrecían en Colombia con comparación a las de Estados Unidos).

El mayor crecimiento de este período se presenta en 1994 con una tasa real per-capita de 3.86%. Este crecimiento se vio impulsado por la entrada de capitales para la financiación de privatizaciones, créditos para empresas privadas y finalmente inversiones de portafolio; por el descubrimiento de yacimientos petroleros –Cusiana y Cupiagua- y por la confianza internacional en el país gracias a las políticas monetarias y fiscales adoptadas.

La entrada de capitales, que se convierten en un aumento del ingreso temporal y por tanto deberían ser ahorrados para suavizar el consumo, fueron tomadas como aumentos del ingreso permanente y, al mantenerse la confianza de que las condiciones favorables iban a perdurar y no se revertirían en el futuro con una fuga de capitales, esta entrada de divisas incentivó el aumento del consumo público y privado y por ende de la demanda agregada interna.

El auge y esperanza de buenos resultados hicieron que aumentara la deuda, especialmente la privada, para cubrir el aumento del consumo (el gasto del gobierno nacional central creció en promedio al 30%, aunque su tasa de crecimiento fue disminuyendo durante el período; por su lado el consumo privado crecía en promedio a tasas del 16%, ambas superiores a la tasa de crecimiento del PIB). La deuda privada externa alcanzó niveles nunca vistos en las décadas pasadas (el endeudamiento interno del sector privado pasó de un 25.6% del PIB en 1991 a un 47.3% 1997 y el externo de un 4.4% a un 16.2% respectivamente), hecho que fue exacerbado con la disminución del ahorro privado (se redujo en un 27.8% nominal en 1998). Estos aumentos en los gastos llevaron a un incremento en el precio de los activos (especialmente finca raíz) y a un déficit fiscal (6% del PIB en el 2001)

Según Urrutia (2002) la política fiscal adecuada, teniendo en cuenta las condiciones internas favorables como la bonanza petrolera y la entrada de capitales, debería haber consistido en generar un superávit fiscal y no en generar flujos adicionales de divisas con endeudamiento externo. Pero en Colombia sucedió lo contrario y la política fiscal expansiva hizo crecer la demanda agregada por encima del potencial, generando un déficit de cuenta corriente.

Pero este crecimiento no fue sostenible y entre los detonantes de la recesión más pronunciada en la historia económica colombiana, que generó un crecimiento per-cápita de -6.1% en 1999, encontramos la subida de los spreads en 1998 de 700pb en tan solo seis meses debido especialmente a la declaración de Rusia de no pagar la deuda externa, lo que hizo difícil conseguir créditos extranjeros y adicionalmente generó una fuga de capitales de países que, como Colombia, presentaban alto riesgo de crisis. Adicionalmente la crisis asiática que ocasionó una disminución del precio internacional de los principales productos básicos, esto generó un deterioro en los términos de intercambio y perjudicó el ingreso nacional y la demanda doméstica<sup>6</sup>.

Una vez que empezara la crisis en 1998 varios países que empleaban el sistema de banda cambiaria subieron las tasas de interés para defenderlos. “La política monetaria de Colombia fue la de intentar mantener el sistema de banda deslizando interviniendo en el mercado cambiario con reservas internacionales y aumento de las tasas de interés. Este aumento llevó a un colapso del crédito doméstico y puso en evidencia la fragilidad del sistema financiero”. Gómez, J (2006).

Estas presiones (salida de capitales, crisis internacional y ataques especulativos junto a un déficit fiscal y cuenta corriente deteriorada) obligaron a adoptar, en septiembre de 1999, un régimen de tipo de cambio flexible que permitiera un mejor manejo de los agregados monetarios y del crédito junto con una política monetaria de inflación objetivo adoptada desde octubre de 2000.

---

<sup>6</sup> Gómez, J (2006) “La política monetaria en Colombia”. Borradores de Economía 394. Banco de la República

#### **4. Conclusión**

Este análisis ha permitido identificar los principales impulsos, detonadores y amplificadores de los cuatro ciclos que se presentan en Colombia en el período 1970-2007:II. Encontramos que los factores externos, como mejoras en los términos de intercambio y flujos de capital, representan un aumento en los ingresos nacionales y por lo tanto impulsan el crecimiento del consumo, la inversión y el gasto público.

Sin embargo es importante resaltar, como principal conclusión, el papel que han jugado factores y políticas internas como amplificadores y responsables de que los beneficios externos no se hayan podido traducir en un crecimiento económico sostenible. Encontramos políticas fiscales pro cíclica con elevadas tasas de gasto público en épocas de auge que no permitían suavizar el consumo, y la política monetaria que, atada al sistema de mini devaluaciones, obligaba a hacer expansiones monetarias en épocas de auge agudizando el problema. Por estas razones, los factores que inicialmente impulsan el crecimiento más tarde se convierten en detonadores de la crisis.

De este modo podemos concluir con dos preguntas que pueden motivar futuras investigaciones ¿Cuáles han sido los factores que no han permitido que en Colombia se suavice el consumo? y ¿Por qué no podemos crecer a tasas reales cercanas al 10%?, la respuesta a ambas preguntas ayudaría a entender cómo podemos lograr un crecimiento sostenible. Es importante recordar que para una economía resulta más costoso presentar altas de crecimiento que más tarde serán seguidas de recesiones, que tasas de crecimiento reales entre el 4% y 5% pero sostenibles.

Por lo tanto, este documento ha permitido identificar algunos síntomas de vulnerabilidad en común en los diferentes ciclos lo cual es una valiosa ayuda para entender el actual comportamiento de la economía colombiana y para formular políticas fiscales y monetarias que permitan tener un crecimiento sostenido a largo plazo.

## 5. Referencias

Alonso, J. y Cabrera, A. (2004). “La tasa de cambio nominal en Colombia”. Apuntes de Economía N° 2. Universidad Icesi.

Cárdenas, M. (2005) “Crecimiento Económico en Colombia 1970-2005” Coyuntura Económica XXXV-2

Cárdenas, M. (2007). “Introducción a la Economía Colombiana”. Primera Edición. Fedesarrollo.

Cuddington, J (1986). “Bonanza de productos básicos, estabilización macroeconómica y reforma comercial en Colombia”. Ensayos sobre política económica. Banco de la República.

Fernández, C. (2005) “La política monetaria y los ciclos económicos en Colombia en los últimos 35 años”. Coyuntura Económica XXXV-2

Gómez, J (2006) “La política monetaria en Colombia”. Borradores de Economía N° 394. Banco de la República

Lora, E (2005). “Dos pasos adelante y uno atrás: 35 años de reformas estructurales en Colombia”. Coyuntura Económica XXXV-2

Ocampo, J (2005). “¿Por qué fue tan severa la crisis económica de fines de los años noventa?”. Coyuntura Económica XXXV-2

Ocampo, J (1994). “Historia Económica de Colombia”. Cuarta Edición. Fedesarrollo.

Tenjo, F. Charry, L. López, M. y Ramírez, J. (2007) “Acelerador Financiero y Ciclos económicos en Colombia: Un Ejercicio Exploratorio”. Borradores de Economía N° 451. Banco de la República.

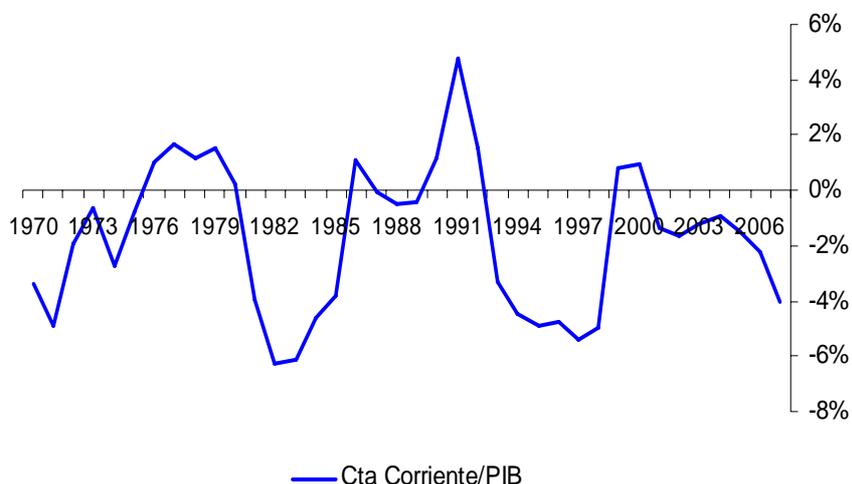
Urrutia, M. y Caballero, C. (2006). “Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX. Ensayos sobre su desarrollo y su crisis”. Asobancaria

Urrutia, M (2002). “UNA VISIÓN ALTERNATIVA: La política monetaria y cambiaria en la última década”. Banco de la República.

Villar, L. Salamanca, D. y Murcia, A. (2005). “Crédito, Represión financiera y Flujos de Capital en Colombia”. Borradores de Economía N° 322. Banco de la República.

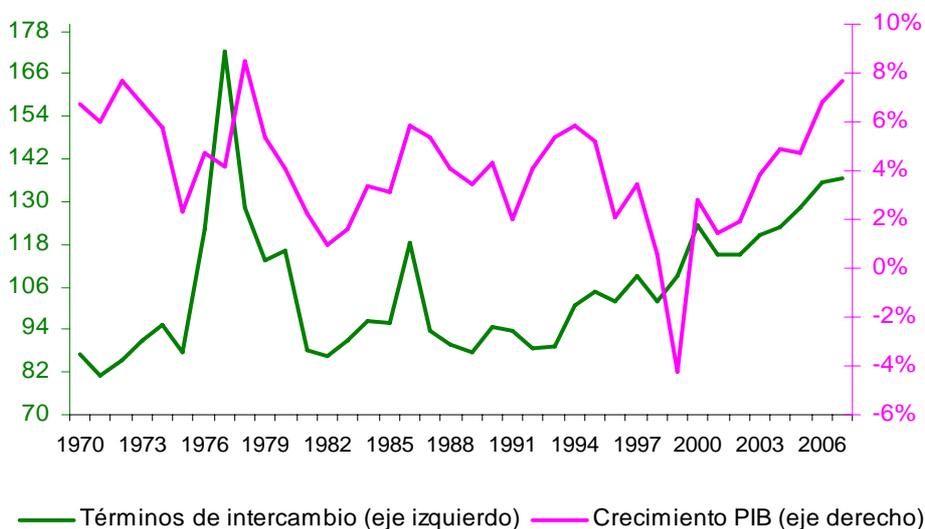
## ANEXOS

**Gráfico A. Déficit (superávit) de Cuenta Corriente como porcentaje del PIB (1970-2007)**



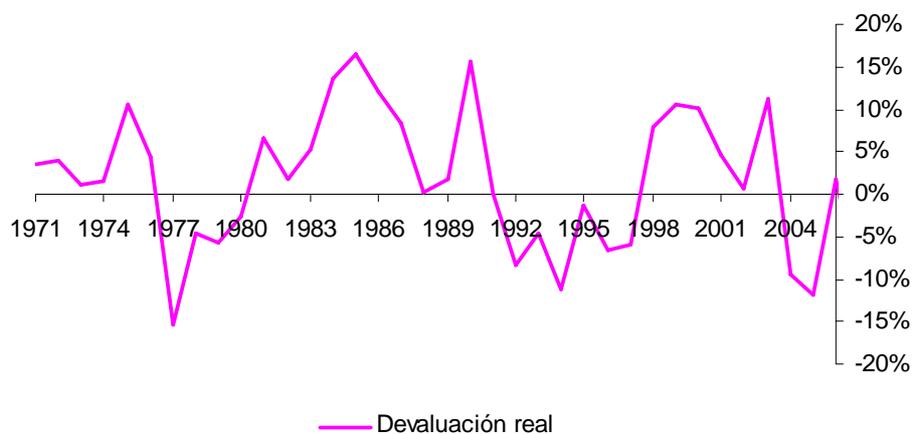
Fuente: GRECO y Banco de la República  
 Nota: Dato 2007 es proyectado

**Gráfico B. Términos de Intercambio y Crecimiento del PIB (1970-2007)**



Fuente: GRECO y Banco de la República  
 Nota: Par el 2007 el dato del crecimiento del PIB corresponde al del primer semestre del año y el de los Términos de Intercambio es el promedio hasta agosto.

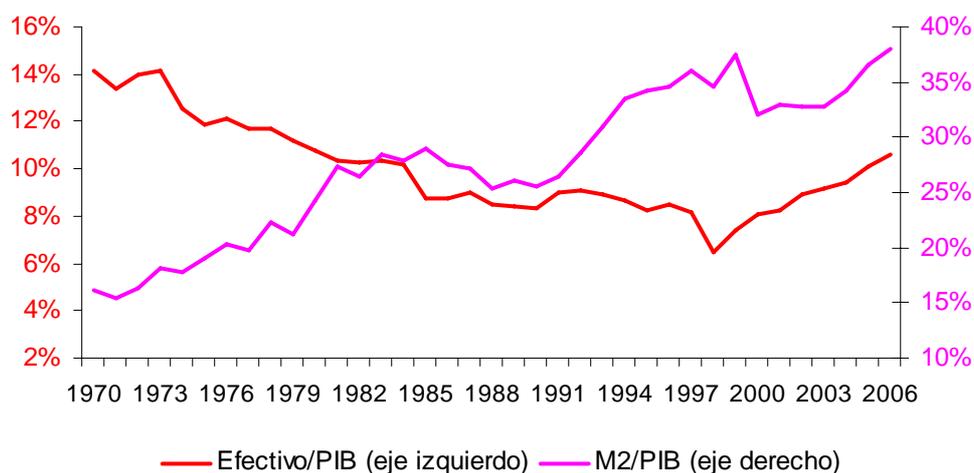
**Gráfico C. Devaluación (Revaluación) real del peso colombiano (1970-2007)**



Fuente: Banco de la República

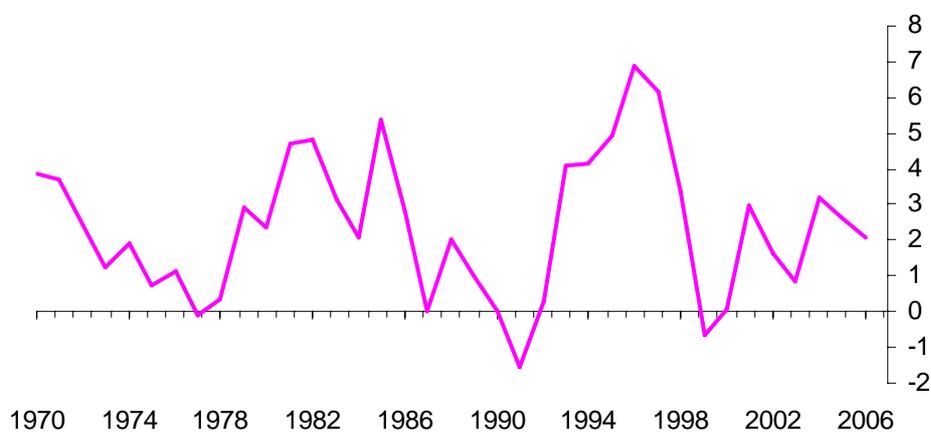
Nota: La serie corresponde al Índice de tasa de cambio real (ITCR) devaluado por IPC

**Gráfico D. Efectivo y M2 como porcentaje del PIB (1970-2006)**



Fuente: Banco de la República y FMI

**Gráfico E. Cuenta financiera como porcentaje del PIB (1970-2006)**



Fuente: Banco Mundial