

# CAPÍTULO 1

## Una historia de las crisis económicas de Colombia

---

*José Antonio Ocampo\**

### 1.1 INTRODUCCIÓN

En este ensayo analizo las crisis económicas colombianas de los últimos cien años –estrictamente desde la Gran Depresión internacional de los años 1930–, aunque partiendo, como referencia, de las que las precedieron desde mediados del siglo XIX. Los eventos que se analizan tienen diferentes dimensiones. La más importante es la evolución de la actividad productiva y sus efectos sobre el empleo. Como las crisis están asociadas a fenómenos externos, en particular a caídas de los precios de los productos de exportación y a frenos al financiamiento externo, estas variables externas han desempeñado un papel determinante en la evolución de los ciclos productivos del país. La evolución de los precios internos

\* Este trabajo es una versión ligeramente revisada del que fue presentado como disertación para el ingreso como Académico de Número de la Academia Colombiana de Historia en la sesión del 5 de julio de 2022, y publicado en el Boletín de Historia y Antigüedades, órgano institucional de esta entidad. El autor es profesor de la Escuela de Asuntos Internacionales y Públicos de la Universidad de Columbia. Ha sido secretario general adjunto de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas, secretario ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), ministro de Hacienda y Crédito Público y de Agricultura y Desarrollo Rural, director del Departamento Nacional de Planeación y miembro de la Junta Directiva del Banco de la República. Es miembro emérito de la Academia Colombiana de Ciencias Económicas y miembro de número de la Academia Colombiana de Historia. El autor agradece a Carmen Astrid Romero y Daniel Osorio, por su apoyo en la elaboración de este capítulo, y a Daniel Felipe Prieto y Juan Camilo Santaella, por su colaboración en la elaboración de las series estadísticas.

ha tenido un papel menos relevante; en este sentido se destacan la alta inflación durante la guerra de los Mil Días y la deflación (disminución de los precios) entre 1929 y 1932, y en menor medida los efectos inflacionarios de las devaluaciones de la moneda durante varios periodos de deterioro de la balanza de pagos desde entonces.

El ensayo se divide en cinco secciones, la primera de las cuales es esta introducción. En la segunda muestro la frecuencia y severidad de las crisis desde 1905, año desde el cual contamos con estimaciones estadísticas confiables sobre la evolución de la actividad productiva. En la tercera miro de forma sucinta las que tuvieron lugar durante la segunda mitad del siglo XIX y las dos primeras décadas del siglo XX, durante lo que se puede denominar la era exportadora, que en Colombia terminó con el auge de los años 1920<sup>1</sup>. En la cuarta considero las que se enfrentaron desde los años 1930 hasta la década de 1970, durante el periodo de industrialización dirigida por el Estado. En la quinta analizo las que han tenido lugar desde la crisis de la deuda de América Latina de los años 1980, durante la etapa de reformas de mercado.

Como se observará, las crisis han estado asociadas en gran medida a eventos de origen externo, tanto de carácter mundial (las guerras mundiales, la Gran Depresión de los años 1930, y la más reciente del covid-19), como a otras específicas de las economías emergentes y en desarrollo (la de Asia Oriental de 1997 sucedida por la moratoria rusa de 1998, que aquí denominaré crisis de fin de siglo de las economías emergentes) o a América Latina en particular (la de la deuda de los años 1980 y la fuerte desaceleración del crecimiento económico regional durante el periodo 2014-2019, debido en gran medida a la caída de los precios de productos básicos). Curiosamente, la única crisis internacional importante cuyos efectos fueron muy moderados en Colombia fue la del Atlántico Norte de 2008-2009<sup>2</sup>, por lo cual no la incluyo en el análisis.

Desde mediados del siglo XIX, la evolución de los precios de los principales productos de exportación (especialmente el café desde fines del siglo XIX y durante casi todo el siglo XX y el petróleo en décadas más recientes) también ha cumplido un papel importante, incluso en periodos durante los cuales no ha

<sup>1</sup> Sigo aquí la denominación de las etapas del desarrollo económico latinoamericano que usamos en la obra con Luis Bértola (Bértola y Ocampo, 2013).

<sup>2</sup> Este es un término más apropiado que el de crisis financiera internacional, el más usado para referirse a la que surgió de la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers en septiembre de 2008, porque, aunque sus repercusiones fueron globales, se concentró en Estados Unidos y Europa Occidental.

habido grandes eventos de carácter internacional. También ha sido relevante la interrupción del financiamiento externo privado después de periodos de auge en el acceso a dichos recursos.

Dada su importancia, estos factores externos se tienen en cuenta a lo largo de todo el análisis, pero también las reacciones de la política económica colombiana, que moldea el efecto de las crisis. En este sentido, se analizan las políticas económicas que las preceden, así como las adoptadas para manejarlas, que moldean sus efectos sobre la actividad económica y la balanza de pagos. Entre ellas se cuentan la política cambiaria y su relación con la política monetaria, así como la fiscal, y en este último caso, los ajustes del gasto que se han tenido que hacer con frecuencia durante las crisis. Según se observará, una tendencia recurrente en la historia económica colombiana ha sido la adopción de políticas expansionistas y, por tanto, procíclicas durante los auges externos, que a su vez suponen políticas de ajuste, también procíclicas, al menos durante los primeros años de las crisis –es decir, políticas de  *siga y pare*, en vez de las de  *pare y siga* que se utilizan con frecuencia en los debates macroeconómicos–.

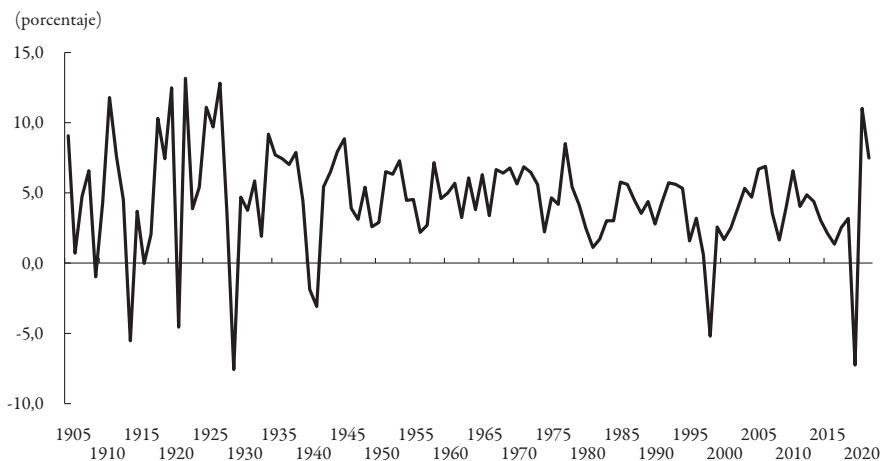
## 1.2 LAS CRISIS ECONÓMICAS DESDE COMIENZOS DEL SIGLO XX

La dinámica de las crisis económicas desde comienzos del siglo XX puede verse, en primer término, mediante la evolución de la actividad productiva, medida por el producto interno bruto (PIB). El Gráfico 1.1 presenta la serie respectiva, a partir de los datos estimados por Romero (2018), empalmados con las Cuentas Nacionales del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) desde 1960 (para analizar la serie completa, véase Ocampo y Romero, 2023). La parte superior muestra el crecimiento anual, y la inferior, la desviación del PIB con respecto a su tendencia de largo plazo estimada con el filtro *band-pass* de Christiano y Fitzgerald (2003).

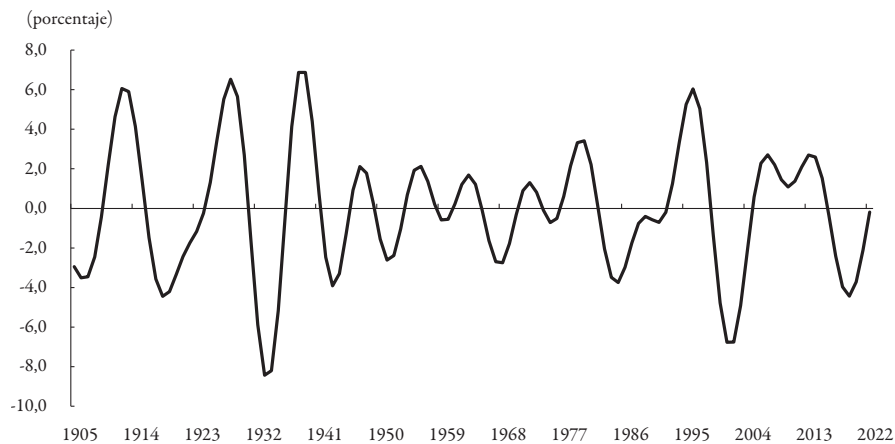
Hay dos elementos comunes y notorios en ambas estimaciones. El primero es que las crisis de la actividad productiva fueron muy intensas hasta la Segunda Guerra Mundial, en lo que se puede denominar periodo de entreguerras, y lo han vuelto a ser desde la crisis de la deuda de los años 1980. Por el contrario, fueron menos severas desde finales de la Segunda Guerra hasta los años 1970, durante la era de la industrialización dirigida por el Estado. El segundo es que las peores crisis han coincidido siempre con eventos de carácter internacional: la Primera Guerra Mundial y el colapso de precios de productos básicos que se

### GRÁFICO I.1 TENDENCIAS DE LA ACTIVIDAD PRODUCTIVA

#### A. CRECIMIENTO DEL PIB



#### B. DESVIACIÓN DEL PIB CON RESPECTO A SU TENDENCIA



Fuente: hasta 1960, Romero (2018). Desde 1960, Cuentas Nacionales del DANE. Las estimaciones del Panel B de acuerdo con la metodología que se explica en el texto.

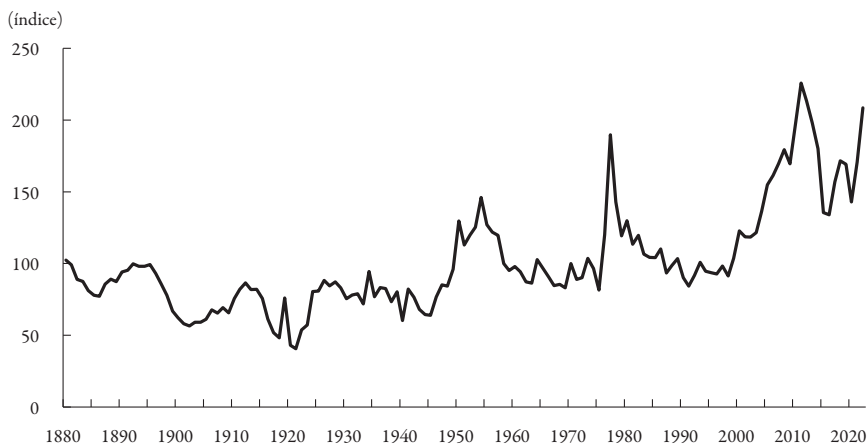
produjo después de esta, la Gran Depresión, la Segunda Guerra Mundial, la crisis de la deuda de América Latina, la de fin de siglo de las economías emergentes, y la más reciente, la que se inició con la caída de los precios de productos básicos a mediados de la década de 2010 y se acentuó con la pandemia del covid-19. Por tanto, la forma como las crisis internacionales han afectado la balanza de pagos del país, por medio de las exportaciones y del crédito externo, y cómo las autoridades económicas del país han manejado los choques de origen externo han sido elementos decisivos en las crisis del país.

Dos variables que resultan útiles para analizar estas perturbaciones de origen externo son los términos de intercambio y la forma como interactúan con los volúmenes de exportaciones e importaciones para determinar los balances comercial y en cuenta corriente del país. La tendencia de estas variables se reproduce en el Gráfico 1.2. La primera (Gráfico 1.2, panel A) ha estado determinada por la evolución de los precios de productos básicos. Muestra, en primer término, los efectos de la marcada disminución de los precios del café a finales del siglo XIX, así como los de las dos caídas más severas de precios de productos básicos a nivel mundial que tuvieron lugar en el siglo XX: la que tuvo lugar durante y en las postrimerías de la Primera Guerra Mundial, especialmente con el colapso de dichos precios en 1920-1921, y la que precedió a la crisis latinoamericana de la deuda (Ocampo y Parra, 2010). Hubo dos caídas adicionales: la de la segunda mitad de los años 1950, sucedida por casi dos décadas de términos de intercambio deprimidos, y la que se generó durante el lustro previo a la crisis del covid-19, especialmente para Colombia con el colapso de los precios de petróleo en 2014.

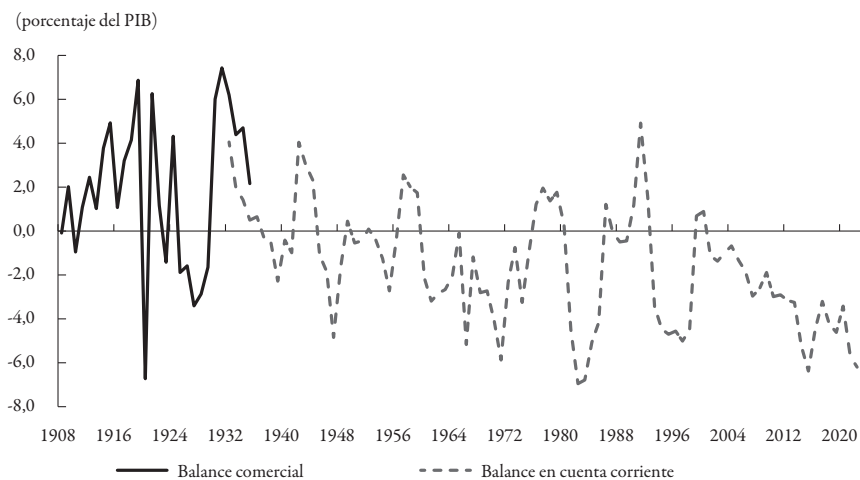
La forma como los términos de intercambio se han relacionado con los volúmenes de exportaciones, para determinar los balances externos (comercial y en cuenta corriente) del país desde comienzos del siglo XX, se muestra en el Gráfico 1.2, panel B. Los ciclos de estas variables son muy parecidos a los del PIB: fuertes deterioros en las postrimerías de la Primera Guerra Mundial, durante la Gran Depresión, la crisis latinoamericana de la deuda y la de fin de siglo. Sin embargo, hay marcadas diferencias. Una de las más importantes es el balance externo, generalmente negativo durante el cuarto de siglo, que sucedió a la Segunda Guerra Mundial, durante el cual los ciclos de la actividad productiva fueron moderados. Debido al débil comportamiento de la balanza de pagos, este periodo lo incluyo en el análisis como de crisis recurrentes de la balanza de pagos. En el sentido contrario, sorprenden los saldos negativos de la balanza de pagos, incluso con una tendencia

## GRÁFICO 1.2 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y BALANES EXTERNOS

### A. TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (1970=100)



### B. BALANCE COMERCIAL Y EN CUENTA CORRIENTE COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuentes: A. Hasta 1980, MOxLAD, con base en Bértola y Ocampo (2013). Desde 1980, según Cepal. B. Hasta 1931, según Greco (2002). Desde 1932, según Romero (2006) y una metodología similar para los años posteriores.

al deterioro, durante el auge de los términos de intercambio de 2004-2014, el cual fue además un periodo de buen ritmo de crecimiento económico. Este hecho lo tendré en cuenta en el análisis de los antecedentes de la crisis del siglo XXI que se inicia en 2015. Por otra parte, el rigor de las desaceleraciones de la actividad productiva económica no ha coincidido siempre con el de la balanza en cuenta de pagos. En este sentido, conviene destacar, en particular, que la crisis de la deuda fue mucho más severa para Colombia en términos de la evolución de la cuenta corriente que de actividad productiva, pero lo contrario ocurrió durante la de fin de siglo. En este último caso, el freno al financiamiento externo cumplió un papel crítico.

Desafortunadamente, en materia de crédito externo, la información histórica con la que se cuenta es más fragmentaria y no es posible construir series de larga duración. Se sabe que Colombia tuvo inmensas dificultades para pagar la deuda externa que heredó de las guerras de Independencia, y que fue objeto de múltiples renegociaciones fallidas a lo largo del siglo XIX. Por ese motivo, el acceso al financiamiento externo privado fue limitado hasta el Convenio Holguín-Avebury de 1905, que logró la renegociación definitiva de dicha deuda (Junguito, 1995). Sin embargo, el primer auge del financiamiento solamente llegó en los años 1920, gracias a la conjunción del auge cafetero del país, la firma en 1921 por parte de Estados Unidos del Tratado Urrutia-Thomson que le concedió a Colombia una indemnización de USD 25 millones por la independencia de Panamá, la euforia del mercado financiero de Nueva York en esa década y, por supuesto, el pago oportuno de la deuda externa desde 1906. Sin embargo, ese auge de financiamiento fue de corta duración, dado que el desplome de la Bolsa de Nueva York de octubre de 1929, que dio origen a la Gran Depresión, generó un colapso de los mercados financieros internacionales por varias décadas. Con un rezago, Estados Unidos promovió la renegociación de las deudas externas de América Latina, un esquema al cual se acogió Colombia en 1941.

El financiamiento para el país pasó a depender entonces de flujos oficiales: del Banco de Exportaciones e Importaciones de Estados Unidos primero, del Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo desde cuando fueron creados, y del apoyo bilateral de Estados Unidos durante la década de 1960 bajo la Alianza para el Progreso. Los flujos privados internacionales habían comenzado a revivir con el llamado mercado de eurodólares que se lanzó en Londres a mediados de la década de 1950, y que dio lugar a una nueva fase de auge

de financiamiento, especialmente de origen bancario, al cual tuvieron acceso algunos países latinoamericanos a fines de la década de 1960 y Colombia a comienzos de la siguiente. Ese mercado colapsó durante la crisis latinoamericana de la deuda, aunque Colombia fue la excepción en materia de moratoria y renegociación de las deudas. El mercado revivió en la última década del siglo XX bajo la modalidad de bonos –más parecido al mecanismo de los años 1920–, pero ha estado sujeto para las economías en desarrollo a fuertes ciclos de financiamiento externo. En este campo, la contracción más severa se produjo como consecuencia de la crisis asiática de 1997 y especialmente de la moratoria rusa de 1998. Desde 2003, el financiamiento externo privado ha sido menos volátil, tanto en disponibilidad como en costo; sin embargo, ha enfrentado también contracciones temporales –relativamente breves– durante la crisis del Atlántico Norte y la del covid-19, sucedida por el aumento en el costo de financiamiento en 2021. Sobre este tema se brinda información más precisa en la quinta sección.

Los ciclos macroeconómicos de Colombia y, por tanto, las crisis que ha experimentado el país han coincidido con eventos similares en América Latina (Ocampo, 2020; Ocampo y Romero, 2023, cap. I). En particular, el PIB de la región se contrajo durante 1914, 1930-1932, 1982-1983, 2015-2016 y 2020. También hubo una desaceleración importante de América Latina en 2000 y una recesión regional corta en 2009, durante la crisis del Atlántico Norte; la primera de estas crisis fue muy severa en el caso colombiano (1999), en tanto que el país creció moderadamente durante la segunda y por eso no la incluyo como una crisis en este ensayo.

Las crisis latinoamericanas han tenido, por supuesto, diferentes intensidades, duración y difusión a lo largo y ancho de la región<sup>3</sup>. Cabe anotar que la primera del siglo XX, la de 1914, estuvo muy centrada en el Cono Sur. Las siguientes, cuyos efectos fueron más prolongados, se asocian con la Gran Depresión de los años 1930, la crisis latinoamericana de la deuda y la década perdida a la cual dio lugar en la región. Por su parte, la de fin de siglo de las economías emergentes se difundió con fuerza en varios países sudamericanos, entre ellos Colombia, pero México ya había sido afectado por una crisis propia a finales de 1994 y estaba en un proceso de recuperación en los años finales del siglo XX. La más reciente, la

<sup>3</sup> Para un análisis detallado de este tema y los que se mencionan en el resto de esta sección, véase Bértola y Ocampo (2013).

originada por la pandemia del covid-19, fue muy severa en la región, pero tuvo también efectos muy diferentes en los distintos países.

Al igual que en Colombia, todas las crisis de América Latina han estado asociadas a perturbaciones externas relacionadas con el comercio internacional, la disponibilidad y costo del financiamiento externo y, más recientemente, los flujos de remesas de los migrantes latinoamericanos y el cierre de gran parte de la cadena de suministro del comercio mundial generado por el covid-19. Las perturbaciones asociadas a los flujos de capital han estado presentes en todas las crisis, pero con signos diversos, al igual que los mecanismos de apoyo internacionales para hacerles frente. Entre estos últimos se cuentan las renegociaciones de la deuda externa que promovió Estados Unidos durante y después de la Segunda Guerra Mundial, y las que tuvieron lugar después de la crisis de la deuda, con el Plan Brady de 1989. Colombia formó parte de la primera de estas renegociaciones, pero fue una excepción regional a la segunda.

Las dos crisis más severas han dado lugar a cambios importantes en las estrategias de desarrollo latinoamericano, incluyendo a Colombia. El colapso de los mercados internacionales durante la Gran Depresión dio lugar a una reorientación –podría decirse forzosa– de las economías de la región hacia la promoción del mercado interno y especialmente de la sustitución de importaciones. La lentitud con la cual se restableció el comercio mundial generó, sin duda, un incentivo a la profundización de esta estrategia, pero brindó también la oportunidad de combinar la sustitución de importaciones con la promoción de nuevas exportaciones desde los años 1960. Por su parte, la crisis de la deuda dio lugar a un patrón de desarrollo muy diferente, caracterizado por la liberalización económica y una integración más vigorosa en la economía mundial. Así, la industrialización dirigida por el Estado estuvo delimitada por las dos crisis más importantes que ha enfrentado América Latina. Uno de los grandes interrogantes al momento de escribir este ensayo es si la crisis internacional en curso, asociada a la secuencia de los efectos sobre el comercio mundial de covid-19 y la invasión rusa a Ucrania en febrero de 2022, así como el lento crecimiento que ha tenido la región desde las reformas de mercado<sup>4</sup>, dará lugar a un nuevo giro en las estrategias de desarrollo de América Latina.

<sup>4</sup> Según las estadísticas de la Cepal, el crecimiento de América en 1990-2019 (excluyendo la crisis por el covid-19) fue de apenas el 2,7 % anual, la mitad del alcanzado en 1950-1980, durante la era de la industrialización dirigida por el Estado, 5,5 %. En el caso colombiano, la diferencia es menos marcada: 3,5 % vs. 5,1 %.

### **1.3 LOS ANTECEDENTES: LAS CRISIS DURANTE LA ERA DE LAS EXPORTACIONES**

Como parte de lo que Bates, Coatsworth y Williamson (2007) han denominado las décadas perdidas después de la Independencia, el sector exportador del país estuvo estancado hasta 1850. A partir de allí se inició un periodo de crecimiento exportador, que fue relativamente rápido y diversificado hasta comienzos de los años 1880, y luego continuó a menor ritmo hasta fines del siglo XIX, apoyado por las exportaciones de café y oro (Ocampo, 1984). Los años de crecimiento estuvieron asociados a altos precios internacionales de los principales productos de exportación (tabaco y quina primero, y desde los años 1870 también el café), aunque fueron sucedidos por crisis cuando dichos precios colapsaban. Las coyunturas adversas fueron frecuentes: una caída de las exportaciones de tabaco y quina en 1858-1861 y 1865, y de quina y café en 1876-1877; una más severa, en 1883-1885, asociada a la estrepitosa caída y desaparición de la quina como artículo de exportación; y la descolgada de los precios internacionales de café en los últimos años del siglo XIX. Desafortunadamente, no se tienen datos confiables que permitan analizar el efecto de estas crisis sobre la actividad productiva general del país.

Es de resaltar que, como lo señalé en una obra previa (Ocampo, 1984, cap. II), a partir de 1858 todas las guerras civiles, con excepción de la de 1895, fueron precedidas por crisis del sector exportador. Esto es notable en el caso de la guerra de los Mil Días, la cual fue precedida por una fuerte caída de precios internacionales del café, como lo ha señalado también Bergquist (1978). La inestabilidad política acentuó, por supuesto, todas las crisis; en particular, el transporte y comercialización de los productos de exportación y el comercio interno. Además, dado que la principal renta del Gobierno Nacional eran las aduanas, la caída de las importaciones que sucedía a la de las exportaciones causaba un serio problema fiscal. El desequilibrio comercial que se producía inicialmente debía pagarse con oro o monedas duras, por lo cual se generaba, además, una reducción de los medios de pago. La crisis fiscal tuvo efectos notorios en las dos crisis más fuertes, ambas sucedidas por guerras civiles: la de comienzos de los años 1880 y la de fines del siglo XIX.

La primera se inició, como lo he señalado, con el colapso de las exportaciones de quina, que se tradujo, a su vez, en una seria crisis fiscal. Esta situación se agudizó por la guerra civil que la sucedió en 1884-1885, una revuelta de los liberales radicales

contra Rafael Núñez. El Banco Nacional había sido creado en 1880 como agente fiscal del Gobierno Nacional y con la posibilidad de emitir billetes convertibles, sin eliminar el derecho que existía de los bancos privados a hacerlo, aunque con la condición de que debían aceptar recibir los billetes del Banco Nacional. Sin embargo, la crisis fiscal llevó al Gobierno, a comienzos de 1885, a autorizar a esta entidad la emisión de billetes inconvertibles, en principio solo de manera temporal, con la obligación a los agentes privados de recibirlos como medios de pago<sup>5</sup>. La depreciación de los billetes condujo finalmente, en mayo de 1886, a la adopción de los billetes del Banco Nacional como moneda de curso forzoso y a la suspensión, en 1887, del derecho de emisión de los bancos privados.

La adopción de papel moneda generó, por supuesto, una fuerte oposición. Algunos dirigentes liberales argumentaron que eran préstamos forzosos, que introducían un enorme nivel de incertidumbre y reducían la disciplina fiscal (Camacho, 1903; Samper, 1925-1927, vol. III). La controversia se agudizó con el descubrimiento, unos años después, de que el Banco Nacional había excedido rápidamente y con creces el límite de emisiones de COP 12 millones que había establecido la Ley 124 de 1887. La controversia política que se desató en 1893 por estas emisiones clandestinas, como se las vino a denominar, llevó al Congreso a la decisión de cerrar el Banco Nacional, transformándolo en la Oficina de Liquidación del Ministerio del Tesoro. Su existencia se prolongó hasta 1895, como consecuencia de la guerra civil de entonces. Así, fue solo en 1896 que este banco dejó de existir y que se suspendieron las emisiones de papel moneda.

Estas controversias y decisiones se produjeron varios años después de la crisis derivada de la adopción del papel moneda. Más aún, gracias al auge de las exportaciones de café y la minería de oro, la tasa de cambio había comenzado a acercarse al precio de la plata, de acuerdo con el objetivo del Gobierno de retornar a un patrón plata de 0,835 de pureza, una tasa de cambio que de hecho se alcanzó entre 1896 y 1897. Esta tarea se facilitó por la depreciación que había tenido la plata con respecto al oro en el mercado internacional, pero fue de todas maneras fugaz, por los acontecimientos que dieron lugar a una nueva crisis. Por su parte, las emisiones se habían reducido significativamente desde 1890 y la inflación se había controlado desde 1889 (Ocampo, 2015a, cap. IV).

<sup>5</sup> En los primeros años de la década de 1860 se había intentado también usar billetes del Tesoro como instrumento de financiación pero, como se depreciaron fuertemente, ese sistema se abandonó rápidamente (Torres García, 1980, cap. IV). Había habido también ensayos en escala modesta y de corta duración durante las guerras de Independencia.

Los precios internacionales del café comenzaron a disminuir en 1896 y experimentaron un colapso en 1898, lo que produjo una nueva crisis fiscal. A pesar de su liquidación legal, el Banco Nacional fue autorizado para emitir de nuevo papel moneda en 1898, y el Tesoro lo hizo directamente en los años siguientes (Torres García, 1980, cap. VIII; Meisel y López, 1990). Los bajos precios del café y las nuevas emisiones generaron de nuevo una devaluación moderada durante 1898 y gran parte del siguiente año. Sin embargo, con la declaratoria de la guerra civil en octubre de 1899, el Gobierno descartó cualquier moderación en el uso de papel moneda como instrumento de su financiamiento. La crisis fiscal se había agudizado, no solo por la caída en los precios del café, sino por la interrupción de los medios de transporte que impedía hacer las exportaciones, un problema que fue mucho peor que en las guerras civiles anteriores.

Desde octubre de 1899 hasta el final de la guerra de los Mil Días, en noviembre de 1902, el papel moneda en circulación se multiplicó por 9,9 veces, con una tasa anual de crecimiento de 110%. La inflación se hizo rampante en 1901 y continuó siendo alta en 1902 y 1903, cuando la guerra ya había terminado. Para ese momento, los precios se habían multiplicado por 40 con respecto a los de 1899, con tasas anuales de crecimiento de 148% y 158%, de acuerdo con las series de Palacios (1983) y Pardo Pardo (1972). La devaluación se había acelerado desde junio de 1899 y se hizo muy fuerte durante el conflicto bélico; sin embargo, fue sucedida por una revaluación con el fin de la guerra en noviembre de 1902 y tendió a fluctuar en torno a COP 100 por peso oro desde marzo de 1903, la tasa que finalmente se adoptó en 1905.

Las emisiones de papel moneda continuaron en los primeros meses de la posguerra; pero, en febrero de 1903, el Gobierno decretó que no se podrían hacer de nuevo, un principio que quedó consagrado en la Ley 33 de octubre de ese mismo año. Sin embargo, el Gobierno decretó nuevas emisiones moderadas en 1904, que fueron afortunadas en el contexto de la severa crisis económica que continuaba teniendo el país, entre otras razones por los persistentes y bajos precios internacionales del café. Por otra parte, la Ley 33 estableció el nuevo régimen monetario: el patrón oro, con el peso oro con pureza de 0,900 como unidad monetaria del país<sup>6</sup>. Creó una Junta de Conversión para convertir gradualmente el papel moneda en pesos oro, a la cual se autorizó en 1913 a emitir

<sup>6</sup> Algunos analistas habían pensado que el retorno al patrón plata era una buena idea (Calderón, 1905), y aún los defensores del patrón oro señalaron que la conversión debía llevarse a cabo lentamente (Camacho, 1903).

billetes respaldados con oro. Por su parte, la Ley 59 de 1905 fijó las paridades oro/papel y oro/plata en 100 y 33, y la Ley 35 de 1907 aumentó la pureza del oro al 0,91666, para hacer el peso oro equivalente a un quinto de la libra inglesa, la principal moneda internacional de entonces<sup>7</sup>.

En todo caso, la transición hacia el patrón oro fue más larga de lo que todos se imaginaron. De hecho, aunque desde 1903 Colombia regresó a paridades fijas entre el peso y el oro, solo en 1923, con la creación del Banco de la República bajo las recomendaciones de la Misión Kemmerer, se estableció un patrón oro adecuadamente constituido. Una de las razones básicas fueron las nuevas crisis que se desataron como resultado del inicio de la Primera Guerra Mundial y con el colapso de los precios internacionales de productos básicos que se produjo después de este conflicto bélico. En todo caso, uno de los corolarios del descontrol inflacionario que había tenido lugar durante la guerra de los Mil Días fue el fuerte conservatismo fiscal y monetario que predominó durante las primeras décadas del siglo, e incluso con posterioridad.

El cierre del mercado europeo y la inconvertibilidad de sus monedas como resultado de la Primera Guerra Mundial causó un freno a la expansión exportadora que se había iniciado con fuerza en 1910, gracias al rápido aumento de la producción de café en el occidente del país y la recuperación de los precios internacionales del grano. Las exportaciones se redujeron en 1914 y 1915, lo que generó una caída más amplia en la actividad económica, especialmente en 1915, tal como lo indican los gráficos 1.1 y 1.2. El país había recuperado el acceso al financiamiento externo después del arreglo de la deuda de 1905, aunque en cantidades modestas (Cuadro 4.1 en Ocampo, 2021), pero estos fondos externos no estuvieron disponibles durante estos años críticos. El Gobierno se vio obligado a recurrir a los bancos locales, con éxito parcial.

En todo caso, el crédito al Gobierno, tanto interno como externo, resultó insuficiente, razón por lo cual este propuso la creación de nuevos impuestos (al consumo, primero, y luego un impuesto moderado a la renta). En 1914, el Congreso autorizó, además, la utilización por parte del Gobierno de los fondos acumulados por la Junta de Conversión (más o menos 2 millones de pesos oro en ese momento), cuando el ingreso por impuestos cayera por debajo de cierto nivel, al cual se llegó rápidamente. De esta manera, las dificultades

<sup>7</sup> Para un análisis detallado de los acontecimientos monetarios posteriores a la guerra de los Mil Días, véanse López (1990) y Torres García (1980, caps. IX-XI).

fiscales implicaron aplazar la transición monetaria. Por consiguiente, aunque la conversión de los viejos billetes se terminó en 1918, no tenían respaldo real. Por otra parte, la inconvertibilidad de las principales divisas europeas hizo que su conversión en oro o en monedas respaldadas por oro no se pudiera hacer de la manera tradicional, lo que tendió a apreciar y hacer más inestable la tasa de cambio (dentro de límites pequeños).

La crisis inicial fue seguida por un auge a finales de la Primera Guerra Mundial, gracias a un aumento significativo de los precios internacionales del café. El Gobierno emitió, además, bonos del Tesoro en 1919 e importó un monto significativo de monedas de oro norteamericanas (López, 1990a). Este auge fue sucedido, sin embargo, por el colapso de los precios internacionales de productos básicos en 1920-1921, el cual, como ya lo anoté, fue uno de los más fuertes del siglo XX. El efecto de esta crisis fue una gran exportación neta de monedas de oro que redujo la base monetaria del país en 1921 en un 19,2% (Cuadro I.5 en Ocampo, 2021), lo que generó una deflación interna<sup>8</sup> y una nueva recesión, que en este último caso se materializó sobre todo en 1922 (Gráfico 1.1).

Un efecto de esta crisis cafetera fue las pérdidas que tuvieron las firmas exportadoras del grano, muchas de las cuales quebraron. Entre las empresas colombianas que surgieron después de la crisis, con algunos precedentes en el negocio, se destacan Adolfo Aristizábal y Cía., establecida en Cali, y Jesús M. López y Cía., en Medellín. A su vez, varias casas exportadoras extranjeras se establecieron también después de la crisis. Entre ellas se destacan la American Coffee Corporation, subsidiaria de la Atlantic and Pacific Tea Company, la firma tostadora más grande de los Estados Unidos; W. R. Grace & Co., propietaria de la empresa naviera del mismo nombre; Hard and Rand Inc., y Steinwender, Stroffregen and Co., todas importantes en el mercado de Estados Unidos de la época. El Banco López, muy involucrado en el negocio cafetero, logró subsistir gracias a la inyección de recursos provenientes del exterior, pero desaparecería a mediados de 1923, en un episodio confuso que algunos han asociado con acciones de la administración de Pedro Nel Ospina, dirigidas a crear una crisis financiera propicia para poner en funcionamiento el Banco de la República (Ocampo, 2015a, cap. III).

<sup>8</sup> Las series de Greco (2002) indican que hubo una caída de los precios internos, del 9,2% en 1921, después de una inflación de más del 10% en los dos años anteriores.

## **1.4 LAS CRISIS DE LOS AÑOS 1930, LA SEGUNDA GUERRA MUNDIAL Y LA ERA DE LA INDUSTRIALIZACIÓN**

### **1.4.1 LA GRAN DEPRESIÓN Y LA SEGUNDA GUERRA MUNDIAL**

El rápido crecimiento que tuvo la economía colombiana entre 1923 y 1928 estuvo apuntalado en el frente externo por el auge exportador –café, banano e inicio del petróleo–, el pago de la indemnización por la independencia de Panamá y el acceso en gran escala al financiamiento externo, que permitió financiar un ambicioso programa de obras públicas. El auge comenzó a frenarse durante el segundo semestre de 1928, cuando los precios internacionales del café comenzaron a debilitarse y, particularmente, comenzó a detenerse el flujo de préstamos internacionales (Ocampo, 2015b, cap. VI; Ocampo y Montenegro, 1984; y Sánchez, 1990, 1994). A partir de 1929, el valor de las exportaciones comenzó a disminuir, pero especialmente colapsaron las importaciones (Cuadro 1.1). La razón fundamental fue la necesidad de generar un superávit comercial sustancial para pagar la deuda externa, en un contexto en el cual las nuevas posibilidades de financiamiento externo desaparecieron con el colapso de Wall Street, de octubre de 1929, que inició una de las crisis económicas mundiales más dramáticas de la historia, la Gran Depresión.

Desde el punto de vista tanto del Gobierno como del Banco de la República, la decisión básica de política monetaria fue mantenerse dentro de las reglas del juego del patrón oro, que en esencia exigían reducir la cantidad de dinero si había un déficit externo y, por ende, una pérdida de reservas internacionales, para mantener la paridad de la moneda nacional con el oro. El fantasma de la inflación durante la guerra de los Mil Días ayudó a oponerse a las sugerencias de modificar las reglas monetarias, en un contexto en el cual, además, el retorno al papel moneda era inconstitucional. El resultado fue una severa crisis monetaria: la pérdida de casi cuatro quintas partes de las reservas internacionales entre 1928 y 1931, y de casi la mitad de los medios de pago (Cuadro 1.1), la cual incluyó dos terceras partes de los billetes del Banco de la República en circulación.

La política fiscal también se tornó fuertemente contraccionista debido, como en el pasado, a la caída en los recaudos tributarios, especialmente los provenientes de las aduanas. En este frente, el Gobierno derogó en enero de 1931 la Ley de Emergencia de 1927, la cual había disminuido los aranceles de alimentos para combatir la inflación, y en mayo de 1931 adoptó una nueva

reforma arancelaria con un signo claramente proteccionista. Para reducir el déficit, el Gobierno redujo los salarios públicos e hizo recortes dramáticos a la inversión estatal, hasta el punto de paralizar las obras públicas a comienzos de 1931. Las medidas de gasto no incluyeron, sin embargo, reducciones en el servicio de la deuda externa, que se siguió pagando en forma cumplida.

La deflación se tornó severa con una caída en los precios internos de un 16% anual en promedio durante esos años, y una severa recesión en 1930, pese incluso al aumento de la producción de café y petróleo (Cuadro 1.1). La fuerte contracción de la construcción (incluyendo la paralización de obras públicas), la industria y el comercio fueron las razones básicas de la caída en la actividad productiva.

**CUADRO 1.1**  
**VARIABLES MACROECONOMICAS, 1925-1945**

	CRECIMIENTO DE PIB (PORCENTAJE)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	EXPORTACIONES (MILLONES DÓLARES)	IMPORTACIONES (MILLONES DÓLARES)	RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS (MILLONES DE DÓLARES)
1925	5,4	10,1	83,5	95,7	36,0
1926	11,1	12,5	109,8	121,9	43,0
1927	9,7	11,9	106,4	135,9	44,0
1928	12,8	7,3	130,7	158,9	65,0
1929	3,5	-11,7	122,8	137,0	38,0
1930	-7,6	-21,7	109,5	68,0	27,0
1931	4,7	-13,4	95,1	44,0	14,0
1932	3,8	-19,6	68,4	28,6	17,0
1933	5,9	-1,3	49,7	23,3	17,0
1934	1,9	16,9	89,2	60,3	14,0
1935	9,2	-2,2	80,1	67,1	18,0
1936	7,7	10,2	90,0	76,8	24,0
1937	7,4	12,4	104,2	96,0	20,0
1938	7,0	0,9	99,0	89,1	27,0
1939	7,9	4,4	101,0	104,7	24,0
1940	4,4	-3,1	95,8	84,6	25,0
1941	-1,9	-1,4	100,4	96,9	23,0
1942	-3,1	8,7	118,4	59,9	62,0
1943	5,4	15,9	144,8	83,9	113,0
1944	6,5	20,3	149,4	100,0	158,0
1945	7,9	11,3	158,2	160,5	177,0

Fuente: véase Anexo.

En el contexto de este manejo (ultra)ortodoxo, se determinaron algunas medidas compensatorias moderadas. En particular, mediante préstamos a los bancos comerciales y al Gobierno Nacional, se compensaron parte de los efectos monetarios contraccionistas de la pérdida de reservas (cerca del 40 % de acuerdo con estimaciones de Sánchez, 1990, 1994). Esto fue posible, además, porque la segunda Misión Kemmerer propuso más flexibilidad en los préstamos del Banco de la República al Gobierno. Además, el Emisor eximió a los activos garantizados con bonos de prenda agraria de los aumentos en la tasa de redescuento aplicada a finales de 1929. Esos bonos se originaban esencialmente en los Almacenes Generales de Depósito de la Federación Nacional de Cafeteros. Además, en octubre de 1930 comenzó a redescantar directamente estos bonos recurriendo a la facultad que ya tenía de realizar operaciones directas con el público.

TASA DE CAMBIO REAL VS. ESTADOS UNIDOS	CRECIMIENTO M1 (PORCENTAJE)	CRECIMIENTO M2 (PORCENTAJE)	GASTO GOBIERNO NACIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)	DÉFICIT GOBIERNO NACIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)
53,2	27,1	26,8	5,8	1,2
47,8	22,8	23,7	7,1	0,1
42,2	5,1	7,3	7,9	-0,8
38,8	17,0	19,4	8,0	-0,5
44,4	-26,9	-23,6	7,9	0,5
55,3	-20,6	-18,1	6,5	0,3
58,2	-11,5	-9,6	6,3	-0,2
65,8	19,9	14,8	6,0	-0,8
74,9	24,2	22,1	6,2	-0,4
86,6	19,0	18,2	5,2	0,2
99,7	2,5	3,3	4,4	1,4
89,7	20,3	20,2	4,9	1,2
83,6	3,1	3,8	5,1	1,4
82,1	10,6	10,9	5,3	0,6
76,0	3,2	4,3	5,0	0,7
79,0	8,3	8,8	7,5	-2,4
84,4	11,1	11,0	5,8	-0,5
86,0	31,8	30,2	7,0	-2,3
78,5	34,7	35,8	6,3	-1,4
66,2	30,1	31,2	5,6	-0,8
61,0	16,2	18,7	5,3	-0,1

Los primeros años de la crisis mostraron, una vez más, que el sistema macroeconómico tenía la capacidad para cumplir con las exigencias del patrón oro, aunque a costa de la actividad productiva. De hecho, el ajuste bajo este patrón oro durante la Gran Depresión fue el más dramático y generó, como lo muestra el Gráfico 1.1, la peor recesión de nuestra historia. El público nunca perdió confianza en el Banco de la República o en el sistema financiero y, fuera de los bancos hipotecarios, que habían acumulado grandes deudas externas, no hubo quiebras bancarias. Es más, los bancos privados recurrieron a ingeniosas estrategias mediante el pago de intereses para evitar la salida masiva de depósitos de sus arcas, a pesar de la contracción de los créditos. Este comportamiento contribuyó a la disminución de los medios de pago, por la reducción del denominado multiplicador bancario.

El punto de quiebre en este manejo ortodoxo fue la decisión del Reino Unido, el padre del patrón oro, de abandonar dicho sistema el 4 de septiembre de 1931. Este evento externo produjo una corrida contra las ya escasas reservas internacionales del Banco de la República, la cual llevó a la administración de Olaya Herrera a cambiar radicalmente su política. Autorizado por el Congreso para actuar con base en una situación de emergencia, el 24 de septiembre impuso el control de cambios. Con esta medida desapareció el temor a que las emisiones y, por ende, los préstamos del Banco, tanto al Gobierno como al sector privado, se tradujeran en una disminución de las reservas internacionales.

Los créditos al gobierno se incrementaron de manera notoria. La medida más importante en este sentido fue ingeniosa: la entrega de la administración de las salinas al Banco para que este adelantara al Gobierno los ingresos esperados por el manejo de dicha renta. Esto permitió establecer algunas medidas para incrementar el gasto público, que se mantuvieron hasta 1934, como reflejo de la guerra con el Perú en el Amazonas que obligó al Gobierno a acrecentar el gasto militar. Los créditos del Banco se reflejaron en un aumento de la oferta monetaria, que logró revertir entre 1931 y 1934 casi toda la contracción de los medios de pago que había tenido lugar durante la fase de manejo ortodoxo de la crisis. Los efectos macroeconómicos de la política macroeconómica, ahora expansionista, fueron evidentes: la deflación se frenó y la economía comenzó a reactivarse (Cuadro 1.1).

Durante esos años también se establecieron medidas en el frente crediticio, entre ellas muy especialmente la creación, en 1931 y 1932, de la Caja Agraria, el Banco Central Hipotecario (BCH) y la Corporación Colombiana de Crédito. La primera se creó por presión del gremio cafetero y pronto comenzó a asumir funciones no financieras, en particular la provisión de insumos y asistencia técnica a los campe-

sinos a quienes suministraba crédito. La segunda fue fundada para absorber y renegociar las deudas hipotecarias existentes, que se habían vuelto impagables durante la crisis. El Gobierno puso, además, en marcha una política de alivio a los créditos hipotecarios desde 1932<sup>9</sup>, la más agresiva de las cuales fue la reducción del valor de todas las deudas hipotecarias en un 40% adoptada a mediados en 1933. Como resultado, los bancos hipotecarios existentes (uno público, el Agrícola Hipotecario, y dos privados, los de Bogotá y Colombia) entraron en un marchitamiento o abandonaron las actividades hipotecarias<sup>10</sup>. Por su parte, la Corporación Colombiana de Crédito fue instituida para comprar la cartera de los bancos. Como parte también del abandono de la ortodoxia, el Banco de la República aportó el 60% del capital del BCH, otorgó un crédito al Gobierno para que invirtiera en la Caja y creó un cupo de redescuento para la Corporación Colombiana de Crédito.

A estas medidas se agregaron la reducción de las tasas de redescuento del Banco de la República desde fines de 1931, especialmente aquellas para el sector agrícola. Se establecieron, además, techos para las tasas de interés, se extendieron los plazos de todos los préstamos, y se permitió a los deudores pagar la mitad de sus obligaciones con cédulas hipotecarias y bonos gubernamentales depreciados, lo cual implicó una reducción de un 20% en el valor real de las deudas. Se adoptaron, además, mecanismos para pasar a cuentas diferidas las pérdidas de los bancos, por lo que estrictamente estas instituciones no produjeron pérdidas contables.

Las mayores renuencias a cambiar la política se relacionaron con el tipo de cambio y la deuda externa. La estabilidad de la tasa de cambio fue vista por las autoridades económicas como el mantenimiento de un elemento del viejo patrón oro y necesaria para evitar la inflación. Sin embargo, la presión del sector cafetero llevó a la decisión de otorgarle en marzo de 1932 una prima del 10% a sus ingresos por exportaciones, financiada por el Gobierno, y un año después a una devaluación de COP 1,05 a COP 1,13 por dólar para los exportadores y a COP 1,16 para los importadores, para que estos últimos financiaran los beneficios para los cafeteros. Esto implicó la adopción de tasas de cambio diferenciales, un sistema que se siguió manejando en varios períodos y solo sería abandonado definitivamente en 1967. Finalmente, en septiembre de 1933, ante el retraso de siete semanas en las solicitudes en la Oficina de Control de Cambios y la renovada presión de los

<sup>9</sup> Véanse González y García (2002, pp. 82-84). Curiosamente, sin embargo, estos autores dejan de lado la reducción final de las deudas hipotecarias.

<sup>10</sup> Lo que quedaba del Banco Agrícola Hipotecario fue absorbido por la Caja Agraria en 1945.

cafeteros, el Gobierno devaluó el peso en 10 centavos y estableció finalmente un sistema de certificados de cambio libremente negociables –un sistema que se utilizaría de nuevo en varias coyunturas posteriores–. Para fines del año, la tasa de cambio se había devaluado a COP 1,57 y se estabilizó desde comienzos de 1935 en torno a COP 1,75, lo cual generó una devaluación sustancial de la tasa de cambio real (Cuadro 1.1). La devaluación estuvo acompañada de un impuesto de giro a los exportadores para financiar los gastos del Gobierno en moneda extranjera, que fue inicialmente del 15 %, pero por oposición de los cafeteros se les dio una pequeña participación en los recaudos y se fue reduciendo gradualmente hasta eliminarse en 1940.

En materia de deuda externa, la moratoria también llegó con rezago. En diciembre de 1931 hubo un acuerdo con la mayoría de los tenedores de la deuda para suspender temporalmente las amortizaciones y pagar los intereses con vales a tres años e intereses del 6 %. Sin embargo, en marzo y abril de 1932 los departamentos y municipios suspendieron el pago de sus deudas, en respuesta además a la falta de aprobación de los giros correspondientes por parte de la Oficina de Control de Cambios. Desde 1933, las deudas externas de la nación se pagaron con vales y en 1935 se suspendió completamente el servicio de la deuda, con un rezago en relación con otros países latinoamericanos.

La economía se reactivó desde 1932, iniciando un periodo de crecimiento relativamente rápido, en especial del sector manufacturero. Sin embargo, debido a los bajos precios del café, las exportaciones continuaron en niveles inferiores a los alcanzados durante el auge previo. No obstante, el aumento moderado de los ingresos por este concepto y la suspensión del servicio de la deuda permitieron que las importaciones se recuperaran un poco más, aunque manteniendo también niveles inferiores a los del auge (Cuadro 1.1). La inflación se aceleró, en principio, y alcanzó un 16,9 % en 1934, un ritmo que superó los niveles de los años 1920. Esto llevó al retorno a un manejo conservador, tanto en materia monetaria como fiscal. En particular, los préstamos del Banco de la República al Gobierno se moderaron en los años siguientes; así se estableció una práctica que se mantendría, excepto durante coyunturas excepcionales<sup>11</sup>. A su vez, la

<sup>11</sup> Los datos de Kalmanovitz y Avella (1998, en sus gráficos 5 y 6) muestran que después de la coyuntura de los años 1930, los préstamos del Banco de la República al Gobierno solo fueron importantes de nuevo durante la crisis de los años 1980. El Gobierno también se benefició de la compra de títulos de deuda pública por parte del Banco, pero esta es una práctica normal de los bancos centrales y su comportamiento siguió en Colombia un sano patrón contracíclico.

expansión del gasto pasó a depender de mayores ingresos del Gobierno, en particular con la reforma tributaria de 1935, que reforzó el impuesto de renta y creó los complementarios de patrimonio y exceso de utilidades; esta reforma por fin redujo significativamente la dependencia del Gobierno Nacional de la renta de aduanas.

El mercado internacional del grano experimentó una nueva caída sustancial en 1940 como resultado del cierre de los mercados europeos, debido al estallido de la Segunda Guerra Mundial, la cual produjo una nueva recesión de la actividad económica. La reactivación fue posible gracias a una serie de decisiones de Estados Unidos orientadas a garantizar el apoyo de los países latinoamericanos a los Aliados, que incluyeron la suscripción del Acuerdo Interamericano de Café, que se firmó en noviembre de 1940, préstamos de su Banco de Exportaciones e Importaciones, y un mecanismo para renegociar la deuda externa, del cual se benefició Colombia en 1941<sup>12</sup>.

El precio internacional del café se recuperó rápidamente y las cantidades exportadas a Estados Unidos estuvieron menos restringidas de lo previsto en el acuerdo de cuotas, por las dificultades que experimentó Brasil para exportar durante la campaña submarina alemana en el Atlántico de 1942-1943. Como resultado, las exportaciones del grano aumentaron, los inventarios comenzaron a reducirse desde 1943 y el Fondo Nacional del Café, que había sido creado en 1940 para manejar los inventarios del grano, acumuló un patrimonio considerable. La recuperación de las exportaciones, en especial a partir de 1942, permitió la reactivación de la actividad productiva. Sin embargo, debido a los racionamientos que establecieron los países involucrados en el conflicto bélico, las importaciones disminuyeron y se generó un fuerte superávit comercial y un aumento masivo de reservas internacionales (Gráfico 1.3, paneles A y B). Esto obligó al Banco de la República a adoptar un paquete masivo de contracción monetaria orientado a contrarrestar los efectos expansionistas de esa acumulación de reservas (López, 1990b; Ocampo, 2015b), un paquete de intervención que fue caracterizado por el gran economista belga Triffin (1944) como un ejemplo excelente de cómo combatir la inflación. Sin embargo, la expansión de los medios de pago y la inflación fueron significativas durante el periodo de reactivación (Cuadro 1.1).

<sup>12</sup> El acuerdo incluyó una reducción de los intereses del 6% al 3%, la capitalización de solo la mitad de los intereses que no habían sido pagados desde 1935 y el establecimiento de un fondo para amortizar anualmente parte de la deuda externa, mediante el sistema de compras de bonos de deuda colombiana en el mercado abierto, obviamente con descuento.

### 1.4.2 UN PERIODO DE CRISIS RECURRENTE DE BALANZA DE PAGOS

El periodo que sucedió a la Segunda Guerra Mundial se caracterizó por la consolidación de un mayor intervencionismo estatal en el comercio exterior y en el sector financiero, así como, con el crecimiento en el tamaño del Estado para proveer servicios sociales y de infraestructura. En materia de comercio exterior, el proteccionismo se acentuó con reformas arancelarias, control directo y depósitos previos a las importaciones y, con un rezago, la promoción de nuevas exportaciones (denominadas exportaciones menores) (Ocampo y Romero, 2023, cap. V). Como se verá, muchas de estas medidas se adoptaron en respuesta a los recurrentes problemas de balanza de pagos. En materia financiera, la reforma del Banco de la República de 1951 le dio instrumentos estables para el manejo de corto plazo (los encajes, que se convirtieron en el principal instrumento de manejo coyuntural por varias décadas, y la posibilidad de poner techos a las tasas de interés) y funciones de banco de fomento (ampliando las que ya tenía el Instituto de Fomento Industrial, IFI, creado en 1940, y otras que se habían determinado para responder al Bogotazo); además, en 1963 entró en funcionamiento la Junta Monetaria, concentrando en manos del Gobierno las decisiones básicas en ese frente (Ocampo, 2021, cap. III). Por otra parte, se crearon nuevos bancos oficiales: el Popular, en 1950; el Cafetero, en 1953, como propiedad del Fondo Nacional del Café, y el Ganadero, en 1956, como copropiedad de la Caja Agraria, los Fondos Ganaderos y accionistas privados.

Desde el punto de vista de largo plazo, el objetivo fue promover la industrialización, acentuando la tendencia que ya se había percibido en los años 1930 de un fuerte crecimiento del sector manufacturero, pero acompañada de una política activa de modernización del sector agropecuario. Este último fue un ingrediente importante en Colombia de la etapa de industrialización dirigida por el Estado. En el sentido contrario, el sector cafetero dejó de ser el motor de crecimiento que había sido durante la segunda y tercera décadas del siglo XX, e incluso durante los años 1930, debido al envejecimiento de las plantaciones y a los efectos de la Violencia en algunas zonas productoras.

Desde la perspectiva de las crisis económicas, el tema de este ensayo, los ciclos de la actividad productiva fueron más moderados (Gráfico 1.1), pero se enfrentaron a recurrentes problemas de balanza de pagos y a ciclos de *signa y pare*, es decir de un comportamiento procíclico de la política macroeconómica –políticas expansionistas cuando lo permitía la coyuntura externa, sucedida por medidas

de ajuste cuando retornaban los problemas de balanza de pagos—. Como la década que sucedió a la Segunda Guerra Mundial fue de mejoría en los términos de intercambio (Gráfico 1.2, panel A), los problemas que se enfrentaron en la inmediata posguerra estuvieron asociados al fuerte aumento de las importaciones por la demanda represada que se había acumulado durante la guerra. A su vez, desde mediados de los años 1950, fueron generados por un colapso de los términos de intercambio que duraría unos veinte años y por la lentitud en diversificar la estructura exportadora. Sin embargo, dentro de una dinámica de lento crecimiento del sector exportador, los ciclos del poder de compra de las exportaciones fueron moderados, y por tanto las crisis en este frente, con excepción parcial de la que tuvo lugar a fines de los años 1950 (Gráfico 1.2, panel B)

La posguerra comenzó, así, con un escenario muy particular: pese al incremento de los precios del café, el fuerte incremento de las importaciones causó un grave déficit comercial, la pérdida de una parte sustancial de las reservas internacionales acumuladas durante la guerra y una desaceleración moderada de la economía (Cuadro 1.2). Los desequilibrios externos dieron lugar en diciembre de 1948 a la primera devaluación de la posguerra, de COP 1,75 a COP 1,95 por dólar, cuyo efecto sobre la tasa de cambio real fue muy modesto; en particular, debido al aumento de la inflación no se revirtió la revaluación real que había tenido lugar desde la guerra. Más importante en materia cambiaria fue la introducción unos meses antes de un mercado libre de divisas paralelo para manejar los flujos de capital, que benefició también a las exportaciones no tradicionales<sup>13</sup>. Por su parte, las políticas monetaria y fiscal expansionistas adoptadas en 1948, en no poca medida para manejar los efectos del Bogotazo, dieron lugar a una recuperación del crecimiento económico, pero también a una aceleración de la inflación, que alcanzó su punto más alto en 1950 y dio pie a las medidas de austeridad acordadas como pacto de caballeros con los bancos en septiembre de dicho año, las cuales frenaron en seco el crecimiento del crédito (Meisel, 1990).

El resultado de este nuevo ajuste fue una desaceleración económica y una disminución en el ritmo de inflación, que incluso se tradujo en una ligera deflación en 1952. Como parte del paquete de medidas, y para contrarrestar la fuerte revaluación real acumulada durante estos años por efecto de la inflación, se incorporó una nueva devaluación en marzo de 1951, de COP 1,95 a COP 2,50

<sup>13</sup> Para la historia cambiaria de Colombia, véase Wiesner (1978).

**CUADRO 1.2**  
**VARIABLES MACROECONÓMICAS, 1945-1975**

	CRECIMIENTO DEL PIB (PORCENTAJE)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	EXPORTACIONES (MILLONES DE DÓLARES)	IMPORTACIONES (MILLONES DE DÓLARES)	RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS (MILLONES DE DÓLARES)
1945	7,9	11,3	158,2	160,5	177,0
1946	8,9	9,3	216,2	235,9	176,0
1947	3,9	18,2	268,4	370,2	124,0
1948	3,1	16,4	300,2	335,0	96,0
1949	5,4	6,7	333,6	271,5	123,0
1950	2,6	20,1	407,8	362,8	113,0
1951	2,9	9,3	474,1	419,1	138,0
1952	6,5	-2,4	486,9	416,3	167,0
1953	6,3	7,4	621,9	540,0	203,0
1954	7,3	8,7	670,2	645,0	270,0
1955	4,5	2,2	596,7	621,5	153,0
1956	4,5	7,8	668,4	605,4	144,0
1957	2,2	20,2	637,8	454,2	157,0
1958	2,7	8,1	539,1	383,9	173,0
1959	7,2	7,9	527,9	402,5	230,0
1960	4,6	7,2	495,3	496,4	178,4
1961	5,0	5,9	476,4	530,8	170,6
1962	5,7	5,7	484,8	502,0	115,8
1963	3,2	16,4	485,9	498,0	124,6
1964	6,1	20,3	636,0	575,4	147,2
1965	3,8	8,1	591,0	434,0	145,3
1966	6,3	16,6	533,9	638,9	144,1
1967	3,4	8,4	558,3	464,3	149,4
1968	6,7	4,5	608,9	615,1	218,0
1969	6,4	10,0	672,4	647,9	257,0
1970	6,8	6,7	776,0	796,0	258,0
1971	5,6	10,6	742,0	892,0	265,0
1972	6,9	14,2	959,0	843,0	393,0
1973	6,5	20,7	1236,0	976,0	524,0
1974	5,6	25,1	1455,0	1502,0	448,0
1975	2,2	23,2	1712,0	1415,0	553,0

Fuente: véase Anexo.

por dólar, cuyos efectos sobre la tasa de cambio real fueron también moderados. Además, se suspendió el funcionamiento del mercado paralelo de divisas. Las medidas adoptadas entonces incluyeron también reformas más estructurales,

RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (MILLONES DE DÓLARES)	TASA DE CAMBIO REAL VS. ESTADOS UNIDOS	CRECIMIENTO DE M1 (PORCENTAJE)	CRECIMIENTO DE M2 (PORCENTAJE)	GASTO GOBIERNO NACIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)	DÉFICIT GOBIERNO NACIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)
	61,0	16,2	18,7	5,3	-0,1
	60,6	23,4	22,5	6,0	-0,7
	58,7	9,8	10,2	6,5	0,2
	54,5	17,0	14,9	6,1	-0,1
	56,3	22,0	17,8	5,6	0,6
	47,4	5,3	6,4	6,2	0,9
	56,7	16,4	17,6	5,7	2,1
	62,7	16,9	18,1	5,9	1,6
	58,9	18,3	18,1	6,8	1,4
	54,4	19,3	20,2	7,2	1,3
	53,1	4,7	6,3	10,6	0,8
	53,9	24,9	24,2	8,1	-0,1
	79,2	13,6	14,3	6,2	1,4
	114,6	20,9	20,4	6,4	1,8
	110,5	12,0	12,4	6,2	2,1
61,8	116,2	10,4	10,0	7,0	1,2
-34,4	100,3	24,6	23,6	8,9	-1,5
-79,5	99,4	20,7	20,4	8,0	-1,7
-111,9	112,2	12,2	13,1	8,8	-1,7
-122,0	94,5	20,9	20,2	8,3	-1,1
-61,5	101,6	15,7	15,6	7,2	-0,6
-94,8	117,6	14,0	15,0	8,2	0,1
-36,3	119,6	21,9	21,2	8,3	-0,3
35,1	134,2	14,8	15,3	9,1	0,0
96,5	136,8	19,5	19,9	9,4	-0,5
152,0	144,4	17,2	18,2	10,1	-0,7
170,4	147,2	10,9	11,8	10,4	-1,0
345,2	146,1	24,4	27,8	10,4	-1,8
515,8	138,6	29,3	42,8	9,5	-1,2
429,5	135,9	19,5	30,0	9,0	-1,2
547,3	143,0	27,8	37,7	9,5	-0,4

entre ellas la reforma arancelaria de 1951 y, como ya lo señalé, la reforma financiera de dicho año que le dio funciones de fomento al Banco de la República.

La nueva alza de los precios del café dio paso a una nueva coyuntura de crecimiento en 1952-1954, que fue apoyada por una fuerte expansión del gasto público, cuyo pico se alcanzó en 1955. La fuerte caída de los precios del grano que se inició en 1955 produjo la crisis más fuerte en el frente externo del periodo que se está analizando, e inició de hecho un periodo de escaso dinamismo exportador que duró casi una década, hasta que comenzó en firme la diversificación exportadora a finales de los años 1960 (Cuadro 1.2).

La coyuntura cafetera adversa dio lugar a una nueva fase de austeridad. De hecho, el comportamiento procíclico de la política económica durante el auge cafetero obligó a que las medidas de austeridad fueran severas; de esta manera, se generó un comportamiento procíclico de la política macroeconómica similar, aunque más moderado, que el que había tenido el país durante los años 1920 y el comienzo de la Gran Depresión. Algunas de las medidas de ajuste se comenzaron a adoptar en medio del auge. Así, el general Rojas Pinilla se vio obligado a reimplantar controles a las importaciones a finales de 1954, restablecer un mercado libre paralelo de divisas a principios de 1955 y a comenzar a disminuir el gasto público.

A pesar de estas medidas, el deterioro continuó: la caída en los términos de intercambio se acentuó, se comenzaron a acumular atrasos en el pago de la deuda comercial (el único financiamiento privado internacional importante en aquellos años) y se continuó desacelerando la actividad productiva. La Junta Militar que reemplazó a Rojas Pinilla tuvo que imponer controles más estrictos a las importaciones y realizar la devaluación más fuerte de la historia colombiana (de COP 2,50 a unos COP 6,70 por dólar), con un efecto notorio sobre la tasa de cambio real (Cuadro 1.2) A ello se agregó la creación del Plan Vallejo, que facultó a los exportadores para traer, libres de derechos de importación, los insumos necesarios para elaborar los productos destinados al mercado externo. Esta medida, unida al acceso de los exportadores de productos diferentes al café y petróleo al mercado libre de divisas, dio paso a una política activa, aunque inestable, de fomento a las exportaciones menores<sup>14</sup>. En 1957 se revirtió totalmente el auge del gasto público que se había adoptado durante la bonanza cafetera. En materia monetaria, después de una reducción temporal de los encajes bancarios en 1956, estos se usaron agresivamente como parte del plan de ajuste de 1957-1958, incluyendo el uso de encajes marginales del 80 % e incluso temporalmente

<sup>14</sup> El tratamiento ya clásico del sector externo de la economía colombiana durante el periodo es Díaz-Alejandro (2003). Esta es la traducción tardía de una obra publicada en inglés en 1976.

del 100 % (Avella, 2007). En materia financiera, en 1957 se obligó a los bancos a destinar un mínimo del 14 % de sus depósitos a créditos al sector agropecuario (porcentaje que se elevaría en 1959 al 15 %) y se crearon las corporaciones financieras, con la facultad de invertir capital de riesgo en empresas productivas.

Rompiendo con los esfuerzos de ajuste, el primer gobierno del Frente Nacional, bajo Lleras Camargo, aumentó el gasto público entre 1959 y 1961, y promovió la reforma tributaria de 1960, que creó varios incentivos para la industria. Frente a la debilidad que comenzó a mostrar de nuevo la balanza de pagos, en 1960 el Banco experimentó con minidevaluaciones del certificado de cambio, pero la oposición a esa política se tradujo en su suspensión y la fijación del tipo de cambio en COP 6,70 por dólar. Sin embargo, el continuado deterioro del sector externo y de las finanzas públicas generó una nueva crisis, que era evidente al iniciarse la administración de Guillermo León Valencia en 1962. Esto obligó al nuevo gobierno a emprender un nuevo programa de ajuste fiscal y a devaluar la tasa de cambio a COP 9 por dólar en noviembre de 1962. La reactivación que había tenido la actividad productiva en años anteriores se interrumpió y el impacto de la devaluación, sumado a la escasez de alimentos y el alza de salarios, aceleró fuertemente la inflación en 1963, eliminando el efecto de la devaluación sobre la tasa de cambio real (Cuadro 1.2).

Como resultado, se acentuaron las medidas de control de importaciones. Por su parte, el Banco de la República intentó regular el mercado libre de divisas entre enero de 1963 y octubre de 1964, sin gran éxito, y comenzó a aumentar los encajes ordinarios, reemplazando el alto encaje marginal (que se había reintroducido en 1962). Adicionalmente, presionado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), creó en septiembre de 1965 una tasa de cambio intermedia de COP 13,50 por dólar y desmontó los controles a las importaciones. El aumento de las importaciones que generó esta última medida, en conjunto con una nueva reducción del precio del café y la revaluación del tipo de cambio real, fue un verdadero colapso externo en 1966, que heredó el gobierno de Carlos Lleras Restrepo.

El viraje de la política económica de esta administración, en algunos elementos en contra de las recomendaciones del FMI, permitió poner fin a dos décadas de crisis recurrentes de balanza de pagos y abrir paso a un periodo de fuerte crecimiento económico y diversificación de las exportaciones. La medida más importante fue el establecimiento de un régimen de minidevaluaciones, el cual reemplazó el régimen de tasa de cambio fija, pero ajustable, que se había introducido desde los años 1930 y que generaba recurrentes revaluaciones reales en

un contexto de inflaciones moderadas. Esta medida estuvo acompañada por la unificación de los tipos de cambio, eliminando el uso reiterado que había hecho el país desde la década de 1930 de los tipos de cambio múltiples. Por otra parte, el Decreto-Ley 444 de 1967 eliminó el mercado libre de divisas y estableció un rígido control sobre los flujos de capital con el exterior. Estableció, además, un régimen estable de promoción de exportaciones, que amplió el Plan Vallejo, creó el Fondo de Promoción de Exportaciones (Proexpo) para financiar y apoyar a las exportaciones menores, e instituyó el certificado de ahorro tributario (CAT), libre de impuestos, para reemplazar las ventajas tributarias y la tasa de cambio preferencial que habían disfrutado hasta entonces las exportaciones menores. Aunque manejado por el Banco de la República, Proexpo contó con un financiamiento proveniente de una sobretasa del impuesto a las importaciones, inicialmente del 1,5 % y elevada al 5 % en 1974.

Estas medidas no solo pusieron fin a las crisis recurrentes de balanza de pagos, sino que iniciaron uno de los períodos de crecimiento económico más dinámicos de la historia del país (Gráfico 1.1 y Cuadro 1.2). Uno de los elementos más importantes fue la diversificación de las exportaciones: las no tradicionales, que habían representado menos del 10 % de las exportaciones totales en la década de 1950, y 15 % en 1966, pasaron a representar más del 40 % en 1974. Por otra parte, gracias a eventos en el mercado internacional pero también a la percepción de mejor manejo macroeconómico, el país pudo tener de nuevo acceso al financiamiento privado externo desde comienzos de la década de 1970.

## **1.5 LAS CRISIS MÁS RECIENTES**

### **1.5.1 LAS CRISIS DE FINES DEL SIGLO XX**

Las crisis de las dos últimas décadas del siglo XX tuvieron lugar en el marco de dos grandes crisis internacionales: la de la deuda latinoamericana y la de las economías emergentes que se desató en Asia oriental en 1997 y se profundizó con la moratoria de la deuda externa de Rusia en agosto de 1998, que generó un freno y un mayor costo de los flujos de capital hacia economías emergentes y en desarrollo.

En Colombia, la de la deuda latinoamericana estuvo precedida por dos etapas enteramente diferentes de la economía y la política económica. Durante la primera, en la administración de Alfonso López Michelsen, el país manejó

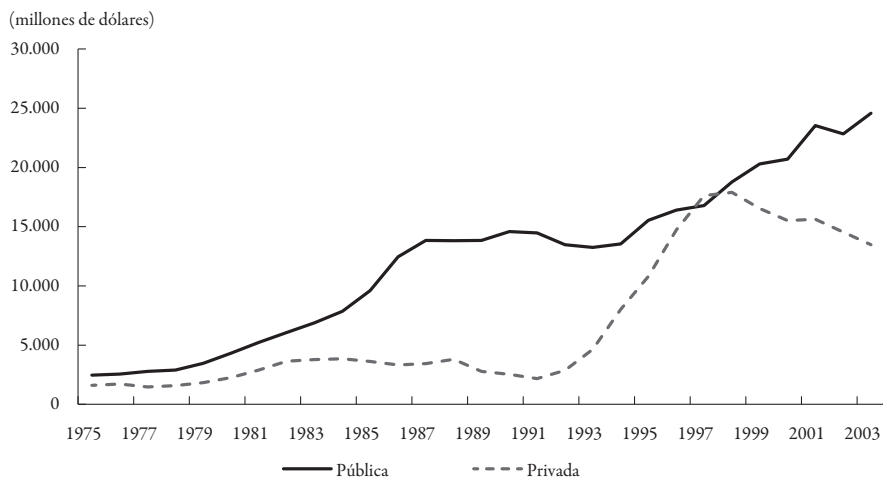
la mejoría significativa en los términos de intercambio del país que generó la bonanza cafetera que se inició a mediados de 1975 (Gráfico 1.2, panel A) con una política de ajuste para mitigar los efectos monetarios del exceso de oferta de divisas. Con su precedente durante la Segunda Guerra Mundial, son los ejemplos más claros en la historia del país de políticas contracíclicas para manejar la abundancia de divisas. Incluyó un fuerte ajuste fiscal; la obligación de los exportadores de recibir certificados de cambio que solo podían ser redimidos tres o cuatro meses después de su expedición, con lo cual se difería y moderaba el efecto monetario de la acumulación de reservas; el aumento de todos los encajes, entre otros la adopción en enero de 1977 de un encaje marginal del 100 % sobre las cuentas corrientes, que duraría tres años; y rígidos controles al endeudamiento externo, público y privado. La economía creció, manteniendo ritmos de inflación similares a los de comienzos de la década, pero especialmente se produjo un superávit significativo en la cuenta corriente de la balanza de pagos y una acumulación de reservas internacionales (Cuadro 1.3, gráficos 1.2 y 1.3).

La administración de Julio César Turbay Ayala, a partir de agosto de 1978, planteó un programa radicalmente diferente, cuyo elemento central fue un plan masivo de inversión pública financiado con crédito externo. Para manejar los posibles efectos inflacionarios de esta política, estableció diversas medidas de liberalización de importaciones. Como elemento de continuidad con la fase anterior, mantuvo un programa de contracción monetaria, pero utilizando desde comienzos de 1980 operaciones de mercado abierto, en especial la venta masiva de títulos del Banco de la República en el mercado, bajo un régimen de liberalización de tasas de interés y reducción de los encajes. Estas decisiones estuvieron enmarcadas en un proceso de liberalización financiera, lanzado en 1979-1980, que profundizó algunas medidas que se habían adoptado a comienzos de la administración de Alfonso López Michelsen, pero que se habían interrumpido durante la bonanza cafetera.

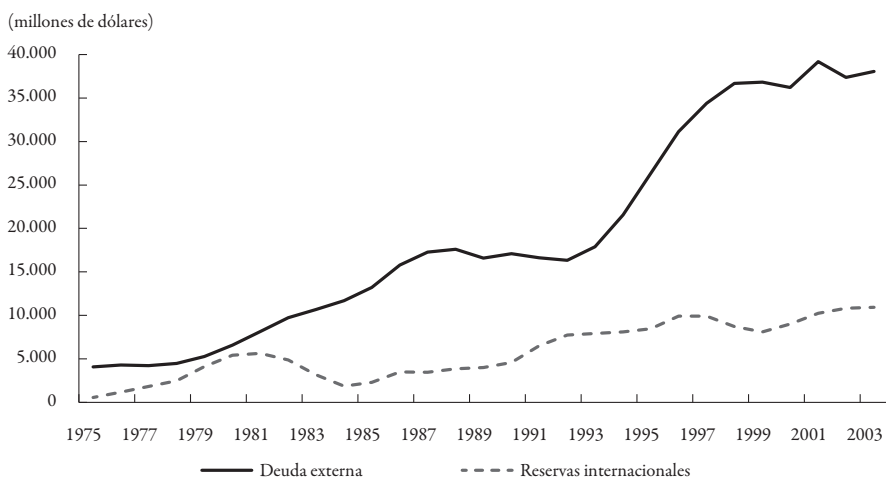
La implicación de esta nueva fue que el país entró, entre 1980 y 1982, aunque afortunadamente en forma tardía, al auge de financiamiento externo que venían experimentado otros países latinoamericanos. Sin embargo, el punto de partida fue una situación en la cual las reservas internacionales que había acumulado el país durante los años de bonanza eran, en 1979, solo ligeramente inferiores a la deuda externa del país (Gráfico 1.3). Esto le daría a Colombia un margen de defensa con la cual no contaron otros países de la región ante la crisis de la deuda que se desencadenó en 1982.

**GRÁFICO 1.3**  
**DEUDA EXTERNA Y RESERVAS INTERNACIONALES, 1975-2003**

**A. DEUDA EXTERNA (MILLONES DE DÓLARES)**



**B. DEUDA EXTERNA TOTAL Y RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)**



Fuente: Banco de la República.

Como el país comenzó a experimentar durante estos años un deterioro en los términos de intercambio, en el contexto de una de las dos peores caídas de precios de productos básicos del siglo XX, ni la política fiscal expansionista ni el auge crediticio que lo acompañó se tradujeron en un crecimiento económico importante. Por el contrario, la economía se desaceleró fuertemente (a 1,1 % en su peor momento, en 1982) y la cuenta corriente experimentó uno de los peores deterioros de la historia del país (Gráfico 1.2, panel B), alimentado por la revaluación real adicional y por el aumento de las importaciones derivado de las medidas de apertura (Cuadro 1.3). Las reservas internacionales se mantuvieron, sin embargo, en niveles elevados, debido al incremento significativo de la deuda externa, especialmente del sector público (Gráfico 1.3).

El legado que recibió la administración de Belisario Betancur fue, por tanto, complejo: una virtual paralización de la economía en medio de muy elevados déficits fiscal y externo, una crisis financiera que se desencadenó en 1982 y se profundizaría en los años siguientes, la persistencia de la inflación y el inicio de la crisis latinoamericana de la deuda. El manejo de los complejos problemas macroeconómicos dio lugar a dos paquetes de política diferentes.

El primero, adoptado a comienzos de 1983, tuvo como objetivo esencial la reactivación económica. El Gobierno creó múltiples líneas de crédito en el Banco de la República para sectores en crisis y estableció el Fondo de Capitalización Empresarial para redescantar créditos otorgados a quienes compraran acciones o bonos convertibles en acciones de empresas del sector productivo. Pese a estas nuevas facilidades crediticias, la tasa de interés real se elevó significativamente (Gráfico 1.4, panel B) debido a las alzas en las tasas de interés internacionales, el acceso limitado y más costos al financiamiento externo y el mantenimiento de la liberalización de las tasas de interés. El ajuste fiscal fue moderado, pero incluyó la transformación del impuesto a las ventas en un moderno impuesto al valor agregado (IVA). En el frente externo, las medidas fueron radicales: un aumento de los aranceles acompañado por el retorno a un riguroso control directo a las importaciones, un incremento de los subsidios a las exportaciones, el reforzamiento del control de cambios y una aceleración moderada del ritmo de devaluación.

La pérdida considerable de reservas internacionales y el fuerte desequilibrio en cuenta corriente, que había alcanzado desde 1982 niveles alarmantes, no solo llevó a acentuar el cierre a las importaciones y el control de cambios, sino a un giro significativo en la política macroeconómica a mediados de 1984, que centró

**CUADRO 1.3**  
**VARIABLES MACROECONÓMICAS, 1975-2003**

	CRECIMIENTO DE PIB (PORCENTAJE)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	EXPORTACIONES (MILLONES DE DÓLARES)	IMPORTACIONES (MILLONES DE DÓLARES)	RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS (MILLONES DE DÓLARES)	RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (MILLONES DE DÓLARES)
1975	2,2	23,2	1.712,0	1.415,0	553,0	547,3
1976	4,6	20,1	2.214,0	1.654,0	1.172,0	1.165,8
1977	4,2	33,5	2.674,0	1.969,0	1.836,0	1.829,6
1978	8,5	17,5	3.219,0	2.552,0	2.493,0	2.481,8
1979	5,4	24,1	3.515,0	2.978,0	4.113,0	4.105,9
1980	4,2	26,7	4.296,0	4.283,0	5.420,0	5.416,0
1981	2,5	27,4	3.397,0	4.730,0	5.633,0	5.630,2
1982	1,1	24,6	3.282,0	5.358,0	4.892,6	4.890,8
1983	1,7	19,9	3.147,0	4.464,0	3.175,7	3.078,5
1984	3,0	16,2	3.623,0	4.027,0	1.887,4	1.795,5
1985	3,0	23,8	3.782,0	3.673,0	2.313,1	2.067,1
1986	5,8	19,0	5.332,0	3.409,0	3.511,5	3.477,7
1987	5,6	23,3	5.254,4	3.793,5	3.483,5	3.449,9
1988	4,5	28,0	5.342,7	4.515,3	3.851,8	3.834,1
1989	3,6	26,0	6.031,8	4.557,8	4.001,0	3.890,1
1990	4,4	29,0	7.079,4	5.107,9	4.595,0	4.551,7
1991	2,8	30,5	7.507,4	4.548,0	6.499,9	6.439,8
1992	4,3	27,0	7.263,2	6.029,1	7.728,0	7.723,7
1993	5,7	22,5	7.428,5	9.085,7	7.932,4	7.914,9
1994	5,6	22,9	8.546,3	11.287,8	8.103,6	8.094,9
1995	5,3	20,9	10.155,4	13.138,9	8.453,2	8.446,4
1996	1,6	20,8	10.539,0	13.057,8	9.938,8	9.933,0
1997	3,2	18,5	11.534,3	14.702,7	9.908,0	9.905,2
1998	0,6	18,7	10.930,4	13.930,0	8.740,5	8.739,8
1999	-5,2	11,0	11.563,4	10.262,1	8.103,4	8.101,1
2000	2,6	9,2	13.744,7	11.042,5	9.006,1	9.004,1
2001	1,7	8,0	12.860,4	12.229,7	10.245,1	10.191,8
2002	2,5	6,4	12.367,0	12.024,5	10.844,1	10.840,5
2003	3,9	7,1	13.798,2	13.195,4	10.921,4	10.915,6

Fuente: véase Anexo.

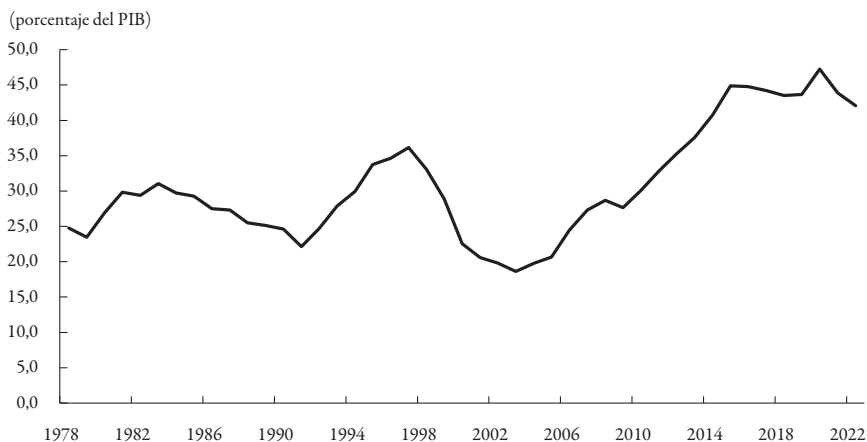
ahora su atención en la corrección del desequilibrio externo. Los elementos básicos de la nueva política fueron una aceleración en el ritmo de devaluación y la reducción del déficit fiscal. En el frente fiscal, se combinaron recortes modestos del gasto público con importantes medidas tributarias, en especial alzas consi-

TASA DE CAMBIO REAL VS. EEUU	TASA DE CAMBIO REAL MULTILATERAL	CRECIMIENTO DE M1 (PORCENTAJE)	CRECIMIENTO DE M2 (PORCENTAJE)	GASTO GOBIERNO NACIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)	DÉFICIT GOBIERNO NACIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)	DÉFICIT PÚBLICO CONSOLIDADO (PORCENTAJE DEL PIB)
143,0		27,8	37,7	9,5	-0,4	0,1
141,2		34,8	44,2	8,2	0,6	1,5
119,5		30,4	35,1	7,8	0,6	-1,0
116,3		30,3	35,4	8,3	0,3	1,0
113,5		24,3	25,0	8,8	-0,7	-0,1
112,9		31,4	48,2	9,9	-2,2	-1,2
112,7		17,8	40,5	10,2	-2,9	-3,5
112,9		24,0	22,1	10,9	-3,7	-5,6
119,5		26,0	31,1	10,5	-3,2	-5,7
137,0		23,4	23,8	10,6	-3,4	-4,7
161,0		28,2	34,2	10,7	-2,4	-5,4
189,1		22,5	29,2	10,1	-1,4	-0,6
198,8	139,9	33,2	28,7	10,1	-0,4	-0,6
199,1	139,7	25,8	23,6	10,6	-1,3	-1,4
211,9	142,5	28,9	32,6	10,5	-1,5	-0,9
227,2	163,9	25,2	31,7	9,9	-0,8	0,4
227,0	162,3	31,7	33,6	10,8	-0,2	1,7
199,8	148,2	41,0	38,7	12,6	-1,7	0,7
194,2	140,2	30,0	41,5	12,4	-0,7	0,1
170,5	123,9	25,3	42,7	12,7	-1,4	0,4
159,9	122,2	20,2	28,3	13,1	-2,1	0,5
154,9	113,2	16,5	20,2	14,5	-3,7	-2,7
146,8	106,1	21,7	25,8	15,1	-3,5	-2,2
157,3	113,4	-3,9	10,9	15,4	-4,5	-3,9
177,9	125,9	21,7	10,5	17,3	-5,3	-5,1
200,8	138,5	30,5	5,6	17,1	-5,3	-3,6
210,9	143,5	12,1	9,7	18,7	-5,2	-5,3
218,6	143,6	15,5	7,3	18,2	-4,8	-5,8
240,6	162,3	15,2	12,1	17,6	-4,2	-6,5

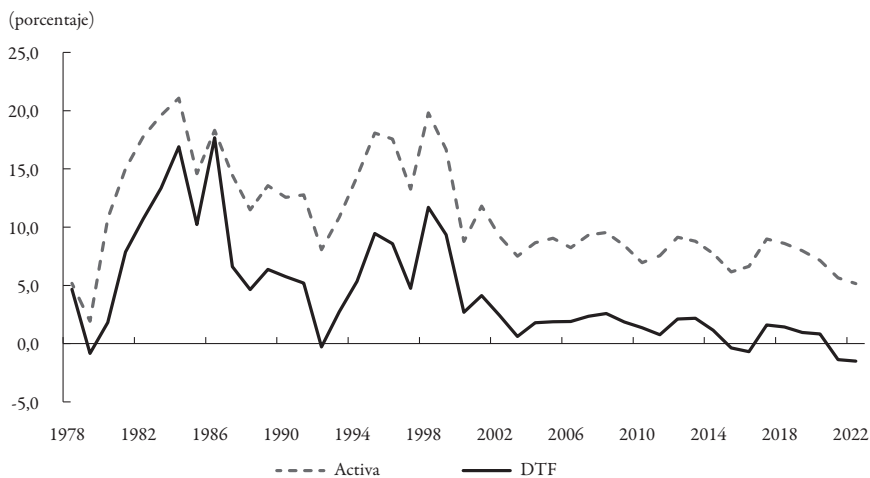
derables de los aranceles y los efectos plenos de la puesta en marcha del IVA. Se renegó, además, la deuda del Gobierno con el Banco de la República a tasas de interés cercanas a cero. Por otra parte, para manejar el efecto de la devaluación sobre el endeudamiento externo del sector privado, se autorizó la conversión

### GRÁFICO 1.4 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO NACIONAL

#### A. CARTERA NETA DEL SECTOR FINANCIERO COMO PORCENTAJE DEL PIB



#### B. TASAS DE INTERÉS REALES



Fuente: Ocampo (2021), actualizada para 2021 y 2022 con datos del Banco de la República.

de dichas deudas a pesos, para sustituir el riesgo cambiario por el de la tasa de interés en pesos, al cual se le fijó un tope<sup>15</sup>. Las tasas de interés se mantuvieron, sin embargo, en niveles muy elevados.

Esta segunda fase contó con una monitoría del FMI. Como Colombia había resultado afectada por el contagio de la crisis de la deuda de la región, las intervenciones de este organismo, así como del presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Paul Volcker, fueron fundamentales para evitar que Colombia hiciera parte de las renegociaciones de la deuda externa que estaban llevando a cabo otros países latinoamericanos. En particular, estas intervenciones facilitaron la negociación de grandes paquetes de crédito con los acreedores privados internacionales, en los cuales los bancos se comprometieron a otorgar –en forma si se quiere semivoluntaria– nuevos créditos en proporción a sus préstamos otorgados a Colombia (Garay, 1991).

Un elemento común de ambas fases de la política fue el manejo de la crisis financiera que se inició en 1982 con la quiebra de los bancos Nacional y del Estado, y se profundizó en los años siguientes, especialmente con la del Grupo Grancolombiano, el principal grupo financiero del país. Las medidas iniciales estuvieron orientadas a prohibir lo que se vinieron a denominar autopréstamos –el uso del ahorro del público para financiar las actividades de un grupo financiero, incluyendo la adquisición de empresas–. Por otra parte, se decidió oficializar (el término utilizado, en vez de nacionalizar) el Banco del Estado, en vez de liquidarlo, para evitar un pánico de los depositantes en el sistema financiero, que era previsible dada la liquidación previa del Banco Nacional.

Estas medidas fueron sucedidas por las que se expidieron en 1984 para impedir que las valorizaciones inflaran el patrimonio y para obligar a las entidades a hacer provisiones adecuadas para deudas de dudoso recaudo. Se dispusieron unos niveles mínimos de capital para acceder a los redescuentos y otras líneas de crédito del Banco de la República. La medida más importante fue la creación, en 1985, del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin), al cual se le dio la función de intervenir las entidades, capitalizarlas (u otorgarles capital garantía) y sanear sus activos con el propósito de reprivatizarlas más tarde, o eventualmente liquidarlas. El seguro de depósito también

<sup>15</sup> Por encima de este techo, el Gobierno asumió el pago de los intereses correspondientes. Sin embargo, este subsidio potencial no se hizo efectivo por el retraso de las empresas en utilizar el mecanismo y los menores ritmos de devaluación y las menores tasas de interés que prevalecieron a partir de 1986 (Caballero y Urrutia, 2006, p. 114).

se creó, con el propósito de apoyar a los clientes de los bancos frente a dificultades que enfrentarían las entidades, pero solo entró en vigencia en 1988, por lo cual no contribuyó estrictamente al manejo de la crisis.

Las primeras acciones de esta organización fueron la oficialización y liquidación de algunas entidades. El punto más crítico se alcanzó durante el primer semestre de 1986, cuando se oficializaron varias, entre ellas el Banco de Colombia<sup>16</sup>. Las entidades intervenidas representaron cerca de una cuarta parte de los activos del sistema bancario (Fernández, 1994, p. 222) y su saneamiento y capitalización generaron costos equivalentes a entre 5 % y 6 % del PIB (véanse Delgado y Roda, 1988; Fogafin, 2001) –un monto bajo si se compara con crisis financieras de otros países (Ocampo, 2021, en su Gráfico IV.6). Más aún, en el caso colombiano, muchos e incluso la totalidad de los costos se recuperaron con la venta de las principales entidades intervenidas en la primera mitad de los años 1990. Por ello, el costo neto de la crisis fue muy inferior<sup>17</sup>.

Durante los años de ajuste, el crecimiento económico se recuperó de forma moderada, se redujeron los déficits externo y fiscal y se produjo una de las devaluaciones reales más fuertes de la historia del país. Sin embargo, después de una reducción inicial, la inflación retornó a los niveles de poco más de 20 %. Todo ello, unido a la contención definitiva de la crisis financiera, permitió que la economía se beneficiara de la minibonanza cafetera que se inició a fines de 1985, gracias a la cual se produjo una recuperación de la actividad económica y se generó una corrección adicional de los déficits externo y fiscal (Cuadro 1.3 y Gráfico 1.2, panel B).

La crisis siguiente se inició en 1998 y estuvo asociada, como lo he señalado, a la secuencia de la asiática de 1997 y rusa de 1998, así como a los efectos de ambas sobre muchos países sudamericanos, entre ellos Colombia. Sus grandes precedentes en el país fueron las reformas estructurales de la economía adoptadas a comienzos de los años 1990, tanto en la Constitución en 1991 como en la apertura económica de la administración de César Gaviria.

La Constitución tuvo dos grandes impactos sobre los temas que aquí se analizan. El primero fue la autonomía que se entregó al Banco de la República, circunscribiendo sus responsabilidades a las funciones de banco central,

<sup>16</sup> Véase, al respecto, fuera de otros trabajos citados, la Memoria del Ministro de Hacienda de la época, Palacios Mejía (1986).

<sup>17</sup> Caballero y Urrutia (2006, p. 120) citan una estimación de Fogafin del 2,8 % del PIB de finales de 2004.

en particular la política monetaria y cambiaria, y dejando de lado las de banca de desarrollo. El segundo fue la ampliación significativa del gasto público, para garantizar un amplio conjunto de derechos económicos y sociales que consagró, y con un proceso de descentralización que buscaba reducir la brecha entre regiones pobres y ricas del país en acceso a recursos públicos para financiar los programas sociales.

Por su parte, la apertura económica incluyó una liberalización comercial rápida, la privatización de varias empresas públicas, la posibilidad de que la inversión privada participara en diversas áreas de acción tradicional del Estado, la apertura de la cuenta de capitales, la eliminación de las restricciones a la inversión extranjera directa y una liberalización del sector financiero. Esta última permitió la multibanca, diluyendo el esquema de intermediarios financieros especializados que habían tenido el país desde 1923, la privatización de varias entidades oficiales de carácter crediticio, la reducción significativa de los encajes bancarios, la desaparición de una parte significativa de los créditos de fomento, y la organización de los que subsistieron como bancos de desarrollo.

La liberalización financiera coincidió, además, con el fin de la crisis de latinoamericana de la deuda y el inicio de un nuevo periodo de acceso de las economías emergentes a los mercados internacionales de capitales. La combinación de la liberalización financiera interna con el abundante crédito externo fue un auge financiero: como lo indica el Gráfico 1.4, panel A, la cartera del sistema financiero aumentó entre 1991 y 1997 en 14 puntos porcentuales del PIB, mucho más que durante el auge precedente de comienzos de los años 1980.

La política económica, tanto monetaria como fiscal fue expansionista durante el grueso de la administración Gaviria y, aunque se moderó un poco durante el gobierno de Ernesto Samper, siguió siéndolo hasta el estallido de la crisis asiática. Las políticas adoptadas durante esta administración incluyeron algunos años de restricción monetaria (en 1994-1995), varios periodos en los cuales se adoptaron encajes al endeudamiento externo desde que se abrió la cuenta de capitales en 1993 y una moderada reducción del déficit fiscal en 1997. El crecimiento económico se aceleró, con una inflación con ligera tendencia a la baja. Sin embargo, el fuerte aumento de las importaciones, debido al impacto conjunto de la apertura comercial y la revaluación del peso, produjo un deterioro significativo de la cuenta corriente de la balanza de pagos: de un superávit en 1989-1991 a un déficit que oscilaría a partir de 1994 entre el 4 % y el 5 % del PIB (Gráfico 1.2, panel B).

Uno de los elementos necesarios para financiar dicho déficit fue un aumento significativo de la deuda externa privada (Gráfico 1.3, panel A). Por el contrario, la deuda pública externa tuvo incrementos más moderados. De hecho, el sector público consolidado solamente comenzó a arrojar déficits en 1996, los cuales fueron moderados al principio, ya que el mayor gasto del Gobierno Nacional estuvo financiado en gran medida por crecientes ingresos tributarios y el sector público descentralizado tendió a generar superávits. La mayor inversión extranjera directa también aportó recursos crecientes. En su conjunto, pese al déficit en cuenta corriente, el financiamiento permitió que las reservas internacionales aumentaran.

La interrupción y mayor costo del financiamiento externo generado por las crisis asiática y rusa encontró, por tanto, a Colombia en una situación vulnerable: un déficit en cuenta corriente elevado, acelerado endeudamiento externo privado y sobrevaluación cambiaria. El manejo inicial de la crisis despertó un complejo debate entre los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República y en el país en general<sup>18</sup>. Para evitar una devaluación desordenada, como la que habían experimentado algunas economías de Asia Oriental, la Junta mantuvo la banda cambiaria establecida desde 1994<sup>19</sup>, aunque modificándola en dos ocasiones (septiembre de 1998 y junio de 1999). Sin embargo, la presión sobre el techo de la banda produjo en 1998 una pérdida de reservas internacionales y una reducción en la oferta monetaria, ante la decisión de la Junta de no compensar la contracción monetaria derivada de la venta de reservas internacionales (Cuadro 1.3). El resultado fue un incremento significativo de las tasas de interés, que llegaron en términos reales a uno de los niveles más altos de la historia (Gráfico 1.4, panel B). De esta manera, la política monetaria actuó en forma claramente procíclica, lo que reforzó las presiones recesivas que venían del exterior (Villar, Romero y Pabón, 2015). Ante la pérdida de credibilidad en la banda y su poca efectividad, la Junta se vio obligada a eliminarla de forma definitiva en septiembre de 1999, en el contexto de un acuerdo con el FMI que había exigido la flotación cambiaria para suscribirlo.

<sup>18</sup> Para visiones contrapuestas del manejo de esta coyuntura crítica, véanse Fernández (2000) y Urrutia (1999), con perspectivas críticas y de defensa de la política, respectivamente. Para una revisión de las polémicas en el interior de la Junta, véase Valencia (2021, cap. 4).

<sup>19</sup> Este mecanismo permitía que la tasa de cambio flotara dentro de un límite inferior y superior. Si se llegaba al inferior, el Banco compraba el exceso de oferta de divisas y si alcanzaba el superior vendía parte de las reservas internacionales.

La administración de Andrés Pastrana Arango mantuvo los niveles de gasto público frente a la crisis, por eso la política fiscal desempeñó un papel neutral o incluso contracíclico. Aumentó los impuestos, especialmente con la adopción de un gravamen a las transacciones financieras del dos por mil. Debido a los efectos de la recesión sobre los ingresos tributarios y el aumento del servicio de la deuda interna y externa, el déficit fiscal se incrementó, pero más como resultado que como causa de la crisis.

Un efecto de este manejo fue una reversión dramática del auge financiero que había tenido el país desde la liberalización financiera de comienzos de la década. De hecho, el crédito se paralizó y la cartera del sistema financiero como proporción del PIB se redujo por debajo de los niveles previos a dicha liberalización (Gráfico 1.4, panel A). Las regulaciones financieras más severas pudieron haber contribuido a ello, ya que las entidades financieras se vieron obligadas a castigar la cartera morosa de forma más acelerada que durante la crisis previa, y a frenar los nuevos créditos por temor a los crecientes requisitos de capital que enfrentaban debido a las pérdidas en sus carteras. La burbuja de precios de activos financieros y de finca raíz que se había generado fue sucedida por su colapso a partir de 1998 (Caballero y Urrutia, 2006, p. 135).

El excesivo endeudamiento, interno y externo, hizo extremadamente frágil al sector privado, tanto a los aumentos de las tasas de interés como a la devaluación, que incrementó el valor en pesos de la deuda externa. Los problemas afectaron de diversa manera a distintos agentes: a los hogares, cuyas elevadas deudas de vivienda tenían como contrapartida los precios inflados de la finca raíz; a las empresas medianas y pequeñas, cuyas deudas eran internas y resultaron muy afectadas por los aumentos de las tasas de interés; y a las grandes empresas por su endeudamiento en dólares.

La crisis de la vivienda fue particularmente severa. Algunas corporaciones de ahorro y vivienda se quebraron y fueron liquidadas, y el resto se fusionaron o se convirtieron en bancos. Por otra parte, una serie de normas promulgadas en 1998 y 1999 apoyaron a los deudores de vivienda, incluyendo la Ley de Vivienda (Ley 546 de 1999) que produjo una reducción en el valor de las obligaciones<sup>20</sup>. Sin embargo, la contracción del crédito de vivienda tardaría mucho tiempo en revertirse.

<sup>20</sup> Esta ley ordenó la reliquidación de los saldos de los créditos de vivienda vigente, en un monto igual a la diferencia entre el saldo calculado en UPAC y el nuevo saldo calculado con la UVR, lo que redujo los montos de las deudas.

La responsabilidad principal del manejo de la crisis financiera recayó sobre Fogafín, que lo hizo de forma muy positiva (Cadena, 2002; Caballero y Urrutia, 2006; Fogafín, 2009). Sus acciones incluyeron la reestructuración y capitalización de la banca pública y la liquidación de algunas entidades (en particular el Banco Central Hipotecario); la oficialización de algunas entidades privadas, así como el aporte de capital garantía, la compra de la cartera y las facilidades de liquidez a otras; el suministro de créditos a los accionistas de la banca para financiar su capitalización; la administración de los alivios a los deudores hipotecarios; y la obligación de responder a los clientes de las entidades liquidadas por la vía del seguro de depósitos.

Según estimaciones de Fogafín (2015), el costo de sus intervenciones fue el 7,2% del PIB, que se reduce a 3,4% cuando se tienen en cuenta las recuperaciones de los apoyos otorgados. Finalmente, se creó la Red de Seguridad Financiera, integrada por el Banco de la República, el Ministerio de Hacienda, la Superintendencia Financiera, Fogafín y Fogacoop (Fondo de Garantías de Entidades Cooperativas), y que sirve como mecanismo de coordinación entre las entidades para evaluar los riesgos existentes que enfrenta el sistema financiero y las alternativas de mitigación.

El resultado conjunto del contexto internacional adverso y el manejo procíclico en la fase inicial de la crisis fue una de las peores recesiones de la historia económica del país. El PIB, que se había expandido mínimamente en 1998, cayó 5,2% en 1999. El desequilibrio externo desapareció, apoyado por una reducción de las importaciones y la fuerte devaluación real, que generó además incentivos a exportar. La inflación se redujo además de manera marcada y quebró la historia de inflación moderadamente alta que el país había tenido durante casi tres décadas (Cuadro 1.3). Gracias a estos efectos, el Banco de la República pudo adoptar una política monetaria contracíclica, para lo cual ahora utilizó su tasa de interés de intervención en el mercado como el principal instrumento de control monetario, en sustitución del control de los medios de pago. La política fiscal continuó también teniendo un impacto neutro o ligeramente contracíclico.

En todo caso, debido al deterioro patrimonial del sector privado, la reactivación fue lenta. El financiamiento externo tardó también en normalizarse, debido al mayor riesgo de los bonos latinoamericanos generados por las crisis sudamericanas (especialmente de Argentina y Brasil) en 2001 y 2002, y en el caso colombiano, por la pérdida en 1999 del grado de inversión que el país había obtenido en 1995. El sector exportador contribuyó a la reactivación, aunque enfrentó

bajos precios de productos básicos y los efectos negativos de la paralización de las economías vecinas lo afectaron durante los años críticos. El PIB per cápita del país solo retornó en 2004 a los niveles de 1997. Por eso, el año 2003 debe considerarse como el final de la crisis. Fue también el año en el cual los mercados financieros internacionales se normalizaron para los países latinoamericanos.

### 1.5.2 LA CRISIS DEL SIGLO XXI

Durante el siglo XXI, la economía colombiana ha experimentado una sola crisis: la desaceleración que tuvo lugar después de la fuerte caída de los precios del petróleo en 2014, sucedida por la gran contracción de la actividad productiva que generó en 2020 la pandemia del covid-19. La crisis fue precedida por un periodo de buen crecimiento económico entre 2004 y 2014, apuntalado en condiciones externas muy favorables: el auge más espectacular de los términos de intercambio de la historia del país (Gráfico 1.2, panel A), un abundante financiamiento externo con costos relativamente bajos y montos significativos de inversión extranjera directa. El acceso del país al mercado internacional de capitales se vio favorecido, además, por la recuperación en 2011 del grado de inversión, que el país había perdido en 1999.

Una de las características más impresionantes del periodo de crecimiento fue el auge financiero, el más impresionante de la historia del país (Gráfico 1.4, panel A). Este auge tuvo, además, dimensiones adicionales: la expansión de los principales grupos financieros colombianos hacia otros países latinoamericanos; la oferta creciente de préstamos de largo plazo; el desarrollo de nuevos mecanismos de inclusión financiera; la expansión de los sistemas de pago digitales; el crecimiento de fondos de pensiones y de inversión; y una expansión moderada del mercado accionario.

El crecimiento económico fue favorable, aunque fue interrumpido en parte por la crisis del Atlántico Norte de 2008-2009. Sin embargo, fue curiosamente más dinámico antes que después de esa crisis internacional; es decir, de lo que se puede llamar la segunda fase del auge, pese a que los términos de intercambio fueron aún más favorables. La inflación se mantuvo en los niveles de un dígito alcanzados durante la crisis de fin de siglo, y fue particularmente baja en la segunda fase del auge. Los dos elementos más preocupantes fueron la fuerte tendencia a la revaluación del peso y el continuo déficit en cuenta corriente

que el país tuvo durante los años de auge (Cuadro 1.4 y Gráfico 1.2, panel B)<sup>21</sup>. El abundante financiamiento externo permitió financiar no solo dicho déficit sino también aumentar de manera significativa las reservas internacionales. Sin embargo, tanto el déficit en cuenta corriente como el endeudamiento neto de reservas internacionales se comportaron de forma menos favorable durante la segunda fase del auge. Además, la proporción de la deuda externa privada de corto plazo tendió a aumentar: 49 % de la deuda externa privada total en 2014 frente a 17 % en 1998, según datos del Banco de la República.

Estos hechos, junto con la falta de cuentas fiscales más favorables durante los años del auge, redujeron el margen para la política macroeconómica cuando colapsaron los precios del petróleo en 2014. Más aún, tanto en materia monetaria como de regulación de los flujos de capital puede decirse que la política macroeconómica tuvo características contracíclicas antes de la crisis del Atlántico Norte y algo procíclicas con posterioridad<sup>22</sup>.

La caída de los precios del petróleo desde mediados de 2014 frenó en seco a la economía y generó en ese año y en 2015 un fuerte deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos y una acentuada devaluación real (Gráfico 1.2, panel B y Cuadro 1.4). Debido a la intensidad del deterioro en los términos de intercambio y al escaso margen macroeconómico que se había acumulado durante la segunda fase del auge, la respuesta inicial de la política macroeconómica fue procíclica. El Banco de la República elevó la tasa de intervención de política –del 3,75 % en junio del 2014 al 7,75 % en agosto de 2016<sup>23</sup>–, para enfrentar la aceleración de la inflación, que estuvo en parte asociada a la fuerte devaluación de la tasa de cambio. Por su parte, el Gobierno adoptó una política de austeridad moderada de gasto público, pero el déficit fiscal tendió a aumentar debido, entre otras razones, a los menores ingresos públicos provenientes del sector petrolero.

El crecimiento del crédito del sistema financiero también se frenó (Gráfico 1.4, panel A). Sin embargo, a diferencia de las dos crisis anteriores un elemento muy positivo fue que no hubo una crisis del sistema financiero. En este sentido, la consolidación de la regulación financiera cumplió un papel decisivo; esta se

<sup>21</sup> Podría agregarse el colapso de las exportaciones a Venezuela debido al enfrentamiento político con el vecino país en 2009-2010.

<sup>22</sup> Para un análisis más detallado de la economía y la política macroeconómica durante el auge, véanse Ocampo y Malagón (2015).

<sup>23</sup> Me refiero al mes en el cual las tasas adoptadas al final del mes anterior fueron efectivas.

ratificó con la Ley 795 de 2003, que fortaleció el andamiaje institucional, regulatorio y operativo. A ello se sumaron las nuevas normas internacionales derivadas del Acuerdo de Basilea III, expedido en 2009, cuyo énfasis particular fue el fortalecimiento de los requisitos de capital y liquidez, en particular para las entidades financieras sistémicamente importantes.

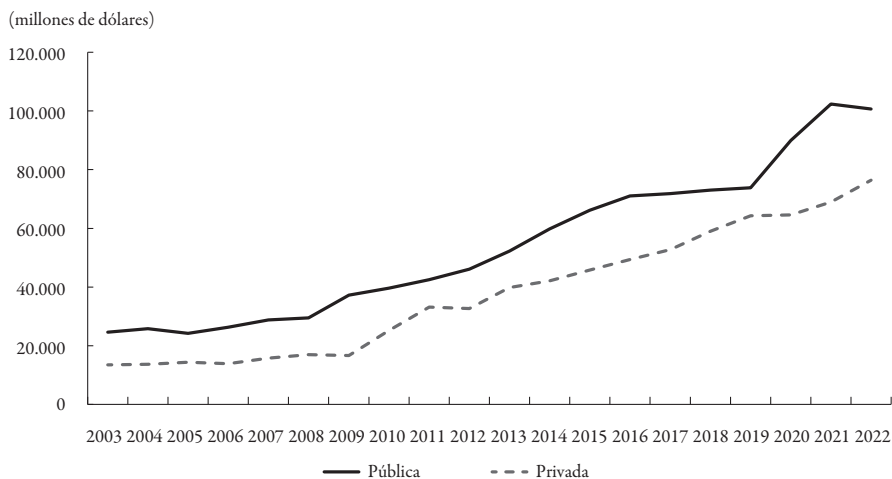
Después de tres años críticos, la actividad productiva reaccionó en forma moderadamente optimista en 2018 y 2019, apoyada también por una recuperación parcial de los términos de intercambio. La austeridad fiscal se mantuvo, pero la política monetaria pudo tornarse contracíclica gracias a la desaceleración de la inflación. La tasa de intervención del Banco de la República se redujo de forma sustancial entre agosto de 2016 y abril del 2018 –del 7,75 % al 4,25 %–. En todo caso, el elemento más positivo del lustro 2015-2019 fue que el país evitó un colapso de la actividad económica. Además, a diferencia de entonces, cuando tuvo un desempeño peor que el promedio latinoamericano, en esta ocasión el país evitó la tendencia muy adversa de la economía de la región: el crecimiento económico de Colombia entre 2014 y 2019 alcanzó un ritmo del 2,4 % anual frente al 0,2 % en el caso latinoamericano (0,9 % si se excluye a Venezuela)<sup>24</sup>. En el terreno negativo, el país mantuvo las tendencias adversas de la balanza de pagos y la deuda externa (Gráfico 1.2, panel B y Gráfico 1.5).

La pandemia del covid-19 generó una de las peores recesiones de la historia colombiana en 2020 –una caída del PIB del 7,3 % (Gráfico 1.1 y Cuadro 1.4)–, con efectos dramáticos en materia de empleo. Las políticas fiscales, monetarias y crediticias fueron, en este caso, contracíclicas, en contraste con las procíclicas que habían caracterizado el manejo inicial de la crisis en 2014-2016. La tasa de intervención del Banco de la República se redujo fuertemente entre marzo y septiembre de 2020 –del 4,25 %, que se había adoptado en abril de 2018, al 1,75 % en septiembre de 2020–, y alcanzó el nivel más bajo de la historia. Al mismo tiempo se inició una política para ampliar la liquidez del sistema financiero, un aumento significativo de los créditos de la banca de desarrollo y de las garantías de crédito, y una política regulatoria que facilitó la postergación del pago de las obligaciones crediticias del sector privado. En el frente fiscal, se ejecutaron varios programas sociales para apoyar a los hogares pobres y vulnerables, y subsidios al empleo, y en 2021 una política para incrementar la inversión

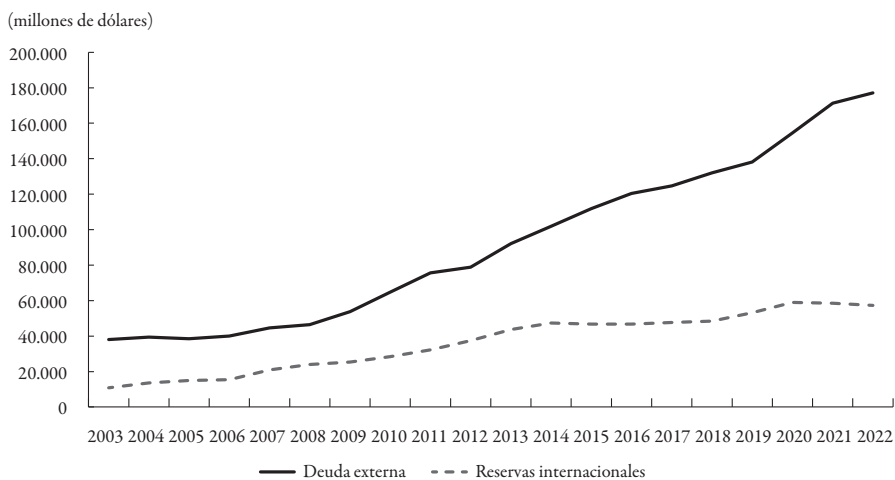
<sup>24</sup> En 1998-2002 la economía colombiana había crecido 0,8 % por año vs. 1,0 % América Latina. Las comparaciones se hacen con información proveniente de la Cepal.

**GRÁFICO 1.5**  
**DEUDA EXTERNA Y RESERVAS INTERNACIONALES, 2003-2022**

**A. DEUDA EXTERNA (MILLONES DE DÓLARES)**



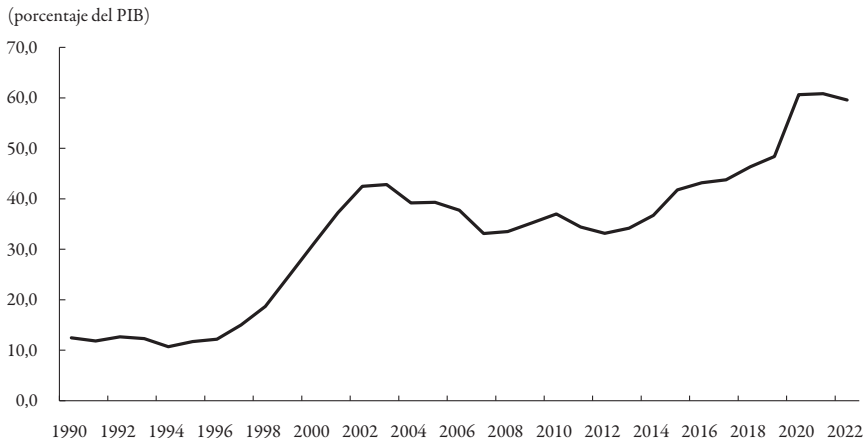
**B. DEUDA EXTERNA TOTAL Y RESERVAS INTERNACIONALES**



Fuente: Banco de la República. Los datos de 2022 corresponden a septiembre.

pública. Estos aumentos del gasto, unidos a la caída en los ingresos tributarios se tradujeron, sin embargo, en un déficit fiscal muy elevado y en los niveles de deuda pública nacional más altos de la historia del país (Gráfico 1.6).

**GRÁFICO 1.6**  
**DEUDA DEL GOBIERNO NACIONAL COMO PORCENTAJE DEL PIB**



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Esta política macroeconómica fuertemente contracíclica, unida a las menores restricciones a la movilidad desde mediados de 2020 y la extensión de la vacunación en 2021, generaron una fuerte reactivación, en especial después del paro nacional de abril y mayo de 2021. De hecho, la recuperación fue una de las mejores de América Latina en 2021 –11,0% de crecimiento del PIB– y se mantuvo durante los tres primeros trimestres de 2022; así, en el conjunto del año se generó un crecimiento del 7,5%. El alza de la inflación en el entorno internacional, acentuada por los efectos de la invasión rusa a Ucrania, las inundaciones por problemas climáticos, que se tradujeron en una reducción de la producción agropecuaria nacional, y la devaluación del peso llevó al Banco de la República a aumentar las tasas de interés desde que este instrumento se utiliza como el principal de la política monetaria. Este incremento, que se inició en octubre de 2021, llevó la mencionada tasa del 1,75%, adoptada durante la crisis del covid-19, al 13,25% en abril de 2023. En el terreno negativo, los déficits externo y fiscal y las

deudas pública y externa siguieron siendo muy elevados (Cuadro 1.4 y Gráfico 1.5) y llevaron a la pérdida del grado de inversión del país en los mercados internacionales de capitales en 2021.

Estos hechos, en un contexto internacional muy incierto –alta inflación, aumento de tasas de interés y fuerte desaceleración del crecimiento económico mundial, en medio de una crisis geopolítica de grandes dimensiones–, son los problemas principales que enfrenta la economía colombiana a comienzos de 2023. Las perspectivas son de una fuerte desaceleración (en torno al 1 %, de acuerdo con la mayoría de las proyecciones), con un quiebre de la inflación y

**CUADRO 1.4**  
**VARIABLES MACROECONÓMICAS, 2003-2022**

	CRECIMIENTO DEL PIB (PORCENTAJE)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	EXPORTACIONES (MILLONES DE DÓLARES)	IMPORTACIONES (MILLONES DE DÓLARES)	RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS (MILLONES DE DÓLARES)	RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (MILLONES DE DÓLARES)
2003	3,9	7,1	13.798,2	13.195,4	10.921,4	10.915,6
2004	5,3	5,9	17.194,9	15.838,5	13.539,9	13.535,8
2005	4,7	5,0	21.708,7	20.094,4	14.956,6	14.947,3
2006	6,7	4,3	25.166,2	24.810,0	15.440,4	15.435,5
2007	6,9	5,5	30.555,8	31.116,3	20.955,1	20.948,7
2008	3,5	7,0	38.476,0	37.511,4	24.041,0	24.029,7
2009	1,7	4,2	33.977,3	31.428,1	25.365,0	25.355,7
2010	4,0	2,3	40.761,9	38.405,8	28.463,5	28.451,8
2011	6,6	3,4	58.262,2	52.125,5	32.302,9	32.300,4
2012	4,0	3,2	61.603,9	56.648,3	37.474,1	37.466,6
2013	4,9	2,0	60.282,3	57.103,1	43.639,3	43.632,7
2014	4,4	2,9	56.898,7	61.539,3	47.328,1	47.323,1
2015	3,1	5,0	38.572,1	52.050,8	46.740,4	46.731,1
2016	2,1	7,5	34.063,2	43.238,9	46.682,8	46.674,6
2017	1,4	4,3	39.785,6	44.070,2	47.637,2	47.629,0
2018	2,6	3,2	42.993,0	49.387,0	48.401,5	48.392,9
2019	3,2	3,5	40.655,6	50.518,4	53.174,2	53.167,2
2020	-7,3	2,5	32.309,0	41.178,8	59.039,3	59.030,8
2021	11,0	3,5	42.734,9	56.719,2	58.587,8	58.579,2
2022	7,5	10,2	56.648,8	71.446,4	57.290,1	57.269,2

Fuente: véase el Anexo. La disminución del déficit público consolidado en 2022 corresponde a la estimada para el gobierno general por el Ministerio de Hacienda y Crédito público.

disminuciones de los déficits fiscal y externos. Pese a la reducción del déficit fiscal, el gasto público aumentaría financiado por las reformas tributarias de 2021 y 2022, y el incremento significativo de las regalías que reciben los gobiernos subnacionales. El sector financiero moderaría su ritmo de crecimiento del crédito y, gracias al conjunto de medidas de regulación y supervisión establecidas durante periodos previos, podría enfrentar favorablemente la desaceleración económica. Este es el contexto económico en el momento de terminar este escrito.

TASA DE CAMBIO REAL VS. ESTADOS UNIDOS	TASA DE CAMBIO REAL MULTILATERAL	CRECIMIENTO M1 (PORCENTAJE)	CRECIMIENTO M2 (PORCENTAJE)	GASTO GOBIERNO NACIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)	DÉFICIT GOBIERNO NACIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)	DÉFICIT PÚBLICO CONSOLIDADO (PORCENTAJE DEL PIB)
240,6	162,3	15,2	12,1	17,6	-4,3	-6,5
213,0	146,5	16,8	18,2	17,2	-4,5	-1,3
185,2	128,4	17,8	17,8	17,8	-4,0	-1,9
186,1	130,6	18,2	17,4	17,9	-3,4	-0,9
159,7	115,7	11,9	17,9	18,0	-2,7	-0,8
146,0	109,7	8,2	17,1	17,7	-2,3	0,7
153,5	113,3	7,5	5,4	19,2	-4,1	-1,1
134,7	100,0	17,7	10,2	17,3	-3,9	-1,2
130,8	100,1	10,8	18,9	17,2	-2,8	-0,3
125,9	95,6	6,5	16,5	18,0	-2,3	0,3
130,2	98,8	14,4	14,7	19,1	-2,3	-1,0
137,4	103,6	11,7	9,1	19,3	-2,4	-3,1
179,0	126,5	10,4	12,5	19,3	-3,0	-3,4
188,6	130,8	-1,3	6,9	18,8	-4,0	-4,6
178,5	124,3	6,4	7,1	19,0	-3,7	-3,8
177,3	121,3	7,2	5,0	18,3	-3,1	-5,3
193,6	129,4	9,9	8,7	18,5	-2,5	-4,1
215,0	141,2	26,0	14,3	23,5	-7,8	-8,8
220,7	145,5	16,9	11,8	23,4	-7,1	-8,3
236,0	153,7	0,7	12,1	22,1	-5,5	-7,5

## REFERENCIAS

- Avella, Mauricio (2007). “El encaje bancario en Colombia: perspectiva general”, Borradores de Economía, núm. 470, Banco de la República.
- Bates, Robert H.; Coatsworth, John H.; Williamson, Jeffrey G. (2007). “Lost decades: Postindependence performance in Latin America and Africa”, *The Journal of Economic History*, vol. 67, núm. 4, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 917-943.
- Bergquist, Charles (1978). *Coffee and conflict in Colombia, 1886-1910*, Durham: Duke University Press.
- Bértola, Luis; Ocampo, José Antonio (2013). *El desarrollo económico de América Latina desde la independencia*, México: Fondo de Cultura Económica.
- Caballero-Argáez, Carlos; Urrutia, Miguel (2006). “Las crisis financieras del siglo XX,” en Carlos Caballero Argáez y Miguel Urrutia, *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX*, Bogotá: Grupo Editorial Norma, parte II.
- Cadena, Héctor (2002). “Crisis financieras en Colombia, ¿qué se ha hecho?”, en A. Arbeláez, H. Cadena, M. M. Carrasquilla y S. Zuluaga (eds.), *Crisis financiera y respuesta de política*, Bogotá: Fedesarrollo-Alfaomega.
- Calderón, Carlos (1905). *La cuestión monetaria en Colombia*, Madrid: Tipografía de la Revista de Archivos.
- Camacho, José (1903). *Estudios económicos*, Bogotá: Imprenta La Crónica.
- Christiano, Lawrence; Fitzgerald, Terry (2003). “The band pass filter”, *International Economic Review*, vol. 44, núm. 2, Filadelfia/Osaka: University of Pennsylvania/Osaka University, pp. 435-465.
- Delgado, Luis Fernando; Roda, Pablo (1998). “El apoyo del Estado al sector financiero en su reciente crisis: recursos dirigidos y costos asociados”, *Banca y Finanzas*, febrero.
- Díaz-Alejandro, Carlos F. (2003). *Régimen de comercio exterior y desarrollo económico: Colombia*, Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Fernández-Rivas, Javier (1994). *Sector financiero: motor del desarrollo*, Bogotá: Asociación Nacional de Instituciones Financieras.
- Fernández-Rivas, Javier (2000). “Recuperación o catástrofe: proyecciones macroeconómicas 2000-2001”, Seminario Prospectiva Económica y Financiera, Bogotá.
- Fogafín (Fondo de Garantías de Instituciones Financieras) (2001). *Fogafín y la recuperación de la banca*, documento presentado a la Convención Bancaria.

- Fogafín (Fondo de Garantías de Instituciones Financieras) (2009). *Crisis financiera colombiana en los años noventa: origen, resolución y lecciones institucionales*, Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Fogafín (Fondo de Garantías de Instituciones Financieras) (2015). “Intervención en crisis financiera 1998-2008: costos netos y necesidades de liquidez”, presentación en PowerPoint, febrero.
- Garay, Luis Jorge (1991). *Colombia y la crisis de la deuda*, Bogotá: Cinep-Universidad Nacional.
- González Muñoz, César; García, Amanda (2002). “Una visión historiográfica del sistema financiero colombiano, 1923-2001”, en ANIF, *El sector financiero de cara al siglo XXI*, Bogotá: ANIF, t. I.
- Greco (Grupo de Estudios del Crecimiento Económico del Banco de la República) (2002). *El crecimiento económico colombiano en el siglo XX*, Bogotá: Banco de la República y Fondo de Cultura Económica.
- Junguito, Roberto (1995). *La deuda externa de Colombia en el siglo XIX: cien años de incumplimiento*, Bogotá: Tercer Mundo-Banco de la República.
- Junguito, Roberto; Rincón, Hernán (2007). “La política fiscal en el siglo XX en Colombia”, en M. Urrutia y J. Robinson (eds.), *Economía colombiana del siglo XX. Un análisis cuantitativo*, Bogotá: Banco de la República.
- Kalmanovitz, Salomón; Avella, Mauricio (1998). “Barreras del desarrollo financiero: las instituciones monetarias colombianas en la década de 1950”, Borradores de Economía, núm. 104, Banco de la República.
- López, Alejandro (1990a). “La estabilización de la economía colombiana después de la Guerra de los Mil Días y el período de transición monetaria comprendido entre 1903-1923”, en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República, cap. IV.
- López, Alejandro (1990b). “El Banco de la República y la política económica entre 1935 y 1945”, en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República, cap. XI.
- Meisel, Adolfo; López, Alejandro (1990). “Papel moneda, tasas de interés y revaluación durante la Regeneración”, en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República, cap. III.
- Ocampo, José Antonio (1984). *Colombia y la economía mundial, 1830-1910*, Bogotá: Siglo XXI-Fedesarrollo.
- Ocampo, José Antonio (2015a). *Café, industria y macroeconomía: ensayos de historia económica colombiana*, Bogotá: Fondo de Cultura Económica-Banco de la República.

- Ocampo, José Antonio (2015b). “La crisis mundial y el cambio estructural (1929-1945)”, en José A. Ocampo (ed.), *Historia económica de Colombia*, tercera edición revisada y actualizada, Bogotá: Fondo de Cultura Económica-Fedesarrollo.
- Ocampo, José Antonio (2020). “La crisis del Covid-19 de América Latina con una perspectiva histórica”, *Revista de la Cepal*, núm. 132, Santiago de Chile: Cepal, pp. 47-65, diciembre.
- Ocampo, José Antonio (2021). *Una historia del sistema financiero colombiano, 1870-2021*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia-Bancóldex.
- Ocampo, José Antonio; Montenegro, Santiago (1984). “La crisis mundial de los años treinta en Colombia”, en J. A. Ocampo y S. Montenegro, *Crisis mundial, protección e industrialización*, Bogotá: Cerec, cap. II.
- Ocampo, José Antonio; Malagón, Jonathan (2015). “Colombian monetary and exchange rate policies over the past decade”, en *Comparative Economic Studies*, vol. 57, núm. 3, Londres: Palgrave Macmillan, pp. 454-482.
- Ocampo, José Antonio; Parra, Mariángela (2010). “The terms of trade for commodities since the mid-nineteenth century”, en *Journal of Iberian and Latin American Economic History/Revista de Historia Económica*, vol. 28, núm. 1, Madrid: Universidad Carlos III de Madrid, pp. 11-43, marzo.
- Ocampo, José Antonio; Romero, Carmen Astrid (2023). *Desarrollo económico y social colombiano, 1905-2019*, Bogotá: Banco de la República, en prensa.
- Palacios, Marco (1983). *El café en Colombia, 1850-1970: una historia económica, social y política*, segunda edición, México/Bogotá: El Colegio de México/El Áncora Editores.
- Palacios-Mejía, Hugo (1986). *Memoria de Hacienda*, Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- Pardo-Pardo, Alberto (1972). *Geografía económica y humana de Colombia*, Bogotá: Tercer Mundo.
- Romero, Carmen Astrid (2006). *El tipo de cambio en Colombia 1932-1974*, tesis doctoral, Universitat Autònoma de Barcelona. Departament d’Economia i d’Història Econòmica, julio.
- Romero, Carmen Astrid (2018). “Estimación del PIB de Colombia 1905-1960”, Documento de trabajo, Banco de la República.
- Samper, Miguel (1925-1927). *Escritos político-económicos*, Bogotá: Editorial de Cromos.
- Sánchez, Fabio (1990). “Aspectos monetarios de la Gran Depresión en Colombia: política y evidencia empírica”, Cuadernos de Economía, núm. 14, Banco de la República.

- Sánchez, Fabio (1994), “Moneda y política monetaria en Colombia, 1920-1939”, en F. Sánchez (ed.), *Ensayos de historia monetaria y bancaria de Colombia*, Bogotá: Tercer Mundo-Fedesarrollo-Asociación Bancaria de Colombia.
- Torres-García, Guillermo (1980). *Historia de la moneda en Colombia*, Medellín: FAES.
- Triffin, Robert (1944). *La moneda y las instituciones bancarias en Colombia*, Bogotá: Banco de la República, junio.
- Urrutia, Miguel (1999). “Antecedentes de la recesión y estrategia de reactivación”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, núm. 859, Bogotá: Banco de la República, pp. 5-15, mayo.
- Valencia, Gloria E. (2021). *Junta Directiva del Banco de la República: grandes episodios en 30 años de historia*, Bogotá: Banco de la República.
- Villar, Leonardo; Romero, José; Pabón, César (2015). “Política cambiaria, monetaria y fiscal: ¿Ha aprendido Colombia a mitigar los efectos de las crisis?”, Programa Regional de Políticas Sociales en América Latina (Sopla), Bogotá: Fedesarrollo.
- Wiesner, Eduardo (1978). “Devaluación y mecanismo de ajuste en Colombia”, en E. Wiesner Durán (ed.), *Política económica externa de Colombia 1978*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.

## Anexo 1

---

### FUENTE DE LAS SERIES MACROECONÓMICAS

- Crecimiento del producto interno (PIB): hasta 1960, Romero (2018). Desde 1960, Cuentas Nacionales del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).
- Índice de precios: hasta 1954, Greco (2002). Desde 1954, según índice de precios al consumidor (IPC) del DANE.
- Exportaciones e importaciones: Anuarios de Comercio Exterior.
- Reservas internacionales: Banco de la República.
- Tasa de cambio real bilateral con Estados Unidos: estimada con la tasa de cambio nominal hasta 1950 de Greco (2002) y Banco de la República desde 1950; el índice de precios según lo indicado anteriormente; e índice de precios al consumidor según la Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos.
- Tasa de cambio multilateral: tasa de cambio real para el comercio total usando índices de precios al consumidor, según Banco de la República.
- Crecimiento M1 y M2: Banco de la República.
- Gasto y déficit del Gobierno Nacional: Junguito y Rincón (2007) y Banco de la República, estadísticas de finanzas públicas con metodología de caja.
- Déficit público consolidado: estimado con base en las Cuentas Nacionales del DANE.