

¿Es posible explicar la crisis colombiana de 1998-2003 a partir de la teoría austríaca del ciclo económico?

Andrés Mauricio Rosero Sánchez

Este documento fue presentado como monografía de grado, asesorado por la profesora Catalina Granda Carvajal, docente de la Facultad de Ciencias Económicas y se elabora con el propósito de obtener el título de Economista de la Universidad de Antioquia



UNIVERSIDAD
DE ANTIOQUIA

1 8 0 3

FACULTAD DE CIENCIAS
ECONÓMICAS

DEPARTAMENTO DE
ECONOMÍA

Medellín - Colombia

Comité editorial:

Carlos Andrés Vasco Correo M.Sc
Wilman Arturo Gómez Muñoz
Hector Mauricio Posada Duque Ph.D



© Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de Antioquia. 2021

Sergio Iván Restrepo Ochoa
Decano de Facultad

Wilman Arturo Gómez Muñoz
Jefe de Departamento de Economía

Carlos Andrés Vasco Correa
Director Revista Lecturas de Economía.

¿Es posible explicar la crisis colombiana de 1998-2003 a partir de la teoría austriaca del ciclo económico?

Andrés Mauricio Rosero Sánchez¹

Introducción – I. Antecedentes – II. Resultados – III. Conclusiones – Referencias bibliográficas

Resumen

El objeto de este estudio es contrastar la teoría austriaca del ciclo económico con la crisis económica colombiana de 1998-2003. Para ello, se recurre a la obra de Huerta de Soto (“Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos”, 2012), quien desglosa el ciclo económico en una secuencia de seis efectos macroeconómicos fácilmente contrastables con la evidencia empírica y que suelen ponerse en marcha tras una política monetaria expansiva. A lo largo del estudio, se cotejan cada uno de dichos efectos con la información estadística disponible y, mediante la revisión de las opiniones de expertos y análisis de estadística descriptiva, se muestra cómo cuatro de los seis efectos macroeconómicos que según Huerta de Soto (2012) componen el típico ciclo económico se hicieron patentes en la economía colombiana a fines del siglo XX. Adicionalmente, se encuentra verosimilitud entre la causa teórica del ciclo económico desde la perspectiva austriaca y las severas expansiones monetarias y crediticias efectuadas en Colombia entre 1992 y 1993. A grandes rasgos, la teoría austriaca del ciclo económico permite explicar la crisis colombiana de 1998-2003.

Palabras clave: teoría austriaca del ciclo económico, crisis económica colombiana de 1999, burbuja inmobiliaria, efectos de la política monetaria, crisis financieras.

Abstract

The purpose of this study is to make a contrast between the Austrian business cycle theory (ABCT) and the Colombian economic crisis of 1998-2003. For that, we resort to the work of Huerta de Soto (“Money, bank credit and economic cycle”, 2012), who breaks down the cycle in a sequence of six macroeconomic effects that are easily verifiable and set off after an expansionary monetary policy. Throughout the study, each effect is compared with the

¹ Estudiante de pregrado del programa de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Antioquia. E-mail: mauricio.rosero@udea.edu.co.

El autor expresa su agradecimiento a la profesora Catalina Granda Carvajal por su paciente apoyo y pertinentes recomendaciones, los cuales resultaron ser de suma importancia en la realización de este trabajo.

available statistical information and with the opinion of experts. We are able to demonstrate how four of the six macroeconomic effects described by Huerta de Soto (2012) are eventually present in the Colombian economy of the last decade of the twentieth century. In addition, we find that the Austrian theoretical cause of the cycle is consistent with the severe monetary and credit expansions observed in Colombia between 1992 and 1993. To sum up, the Colombian crisis of 1998-2003 can be roughly explained using the ABCT.

Key words: Austrian business cycle theory, Colombian economic crisis of 1999, real estate bubble, monetary policy effects, financial crises.

Clasificación JEL: B53, E44, E58, G28, N26

Introducción

El objetivo de este estudio es analizar la crisis económica colombiana de 1998-2003 desde la perspectiva de la teoría austriaca del ciclo económico. Para ello, nos valemos de la desagregación por etapas del típico ciclo económico expuesta por Jesús Huerta de Soto en su obra “Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos”. Según este autor, para la teoría austriaca, el ciclo se puede descomponer en seis procesos macroeconómicos sucesivos que se producen tras un súbito abaratamiento en el costo del crédito, generalmente a raíz de una política monetaria expansiva (Huerta de Soto, 2012). Estos seis efectos macroeconómicos sucesivos son:

1. Un alza en el precio de los factores productivos, principalmente salarios.
2. Un alza en el precio relativo de los bienes de consumo final en términos de los bienes de capital.
3. Un aumento en los beneficios contables de aquellas empresas que producen bienes en etapas más próximas al consumo final.
4. Un incremento en los tipos de interés, por lo general, a niveles superiores a los existentes previo a la política monetaria expansiva.
5. El efecto Ricardo, el cual consiste en un proceso de sustitución interfactorial del capital.
6. Proceso generalizado de quiebras, con mayor rigurosidad en los sectores económicos orientados a la producción de bienes de capital.

Mediante análisis de estadística descriptiva y recurriendo a la opinión de algunos expertos, se busca responder tres preguntas específicas: ¿se presentaron los efectos macroeconómicos que según Huerta de Soto (2012) conforman el típico ciclo económico en la economía colombiana de fines del siglo XX? ¿Se dieron en el orden secuencial esperado? Y, finalmente, ¿es posible explicar la crisis colombiana de 1998-2003 a partir de la teoría austriaca del ciclo económico?

Es importante clarificar que la metodología que se empleará en lo relativo a la presentación de cifras, mediciones y resultados busca ser consistente con las metodologías empleadas en trabajos similares previos tales como Cano (2007), Bismans y Mougueot (2009) y Cachanosky (2014).

El trabajo se desarrolla en el orden siguiente. En la sección de antecedentes se expone la teoría austriaca del ciclo económico, su causa y la explicación de los seis efectos macroeconómicos sucesivos que la integran. Además, se presenta una descripción de la crisis económica colombiana de fines del siglo pasado, sus múltiples aristas y las que considero fueron sus principales causas. Posteriormente, se cotejan uno a uno los efectos macroeconómicos enunciados con la evidencia empírica para Colombia a partir de abundantes gráficos y cuadros. Al final de esta sección, se sintetizan los resultados más relevantes en lo concerniente a dos de las tres preguntas específicas que este documento tiene por objeto responder. Por último, las conclusiones están orientadas a responder si es posible explicar la crisis colombiana de 1998-2003 a partir de la teoría austriaca del ciclo económico.

I. Antecedentes

A. La causa y los seis efectos macroeconómicos que conforman el ciclo económico según la escuela austriaca

De acuerdo con la escuela austriaca, el típico ciclo económico comienza con una expansión institucional en la oferta de fondos prestables, no soportada por un incremento en el nivel de ahorro agregado real de los hogares. La alteración transitoria en las tasas de interés de mercado de corto plazo producto de una alteración en la relación monetaria es, desde la perspectiva austriaca, la “*causam finalem*” del ciclo económico.

Para la escuela austriaca de economía, las tasas de interés no obstruidas u afectadas por escaramuzas estatales tienden a reflejar la categoría de la acción humana denominada “*interés originario*”. El interés originario es una medida subjetiva, equivalente a la razón existente entre el valor (utilidad) atribuido a satisfacer una necesidad en el presente y el valor atribuido a la misma satisfacción en épocas temporalmente más distantes (Mises, 1949).

En palabras de Ludwig Von Mises, “el interés originario no es un precio que el mercado determine sobre la base de la oferta y la demanda de capital o de bienes de capital. Su cuantía no depende de la demanda u oferta. Al contrario, es el interés originario el que determina tanto la demanda como la oferta de capital y bienes de capital. Indica que porción de los bienes existentes deberán consumirse en el inmediato futuro y cuales convendrá reservar para aprovisionar periodos más remotos” (Mises, 1949).

Cuando un banco central distorsiona las tasas de interés de mercado, estas dejan de ser reflejo y compendio impersonal de las cuasi infinitas y cambiantes valoraciones subjetivas de los agentes. Las empresas perciben erróneamente la intención por parte de los hogares de incrementar su consumo futuro y ponen en marcha proyectos de inversión que no son consistentes con los planes intertemporales de consumo. La consecuencia es una descoordinación entre productores y consumidores producto del descalce de plazos entre proyectos de inversión y planes intertemporales de consumo.

Huerta de Soto (2012) desglosa el típico ciclo económico que suele ocurrir tras una política monetaria expansiva en una secuencia de seis efectos macroeconómicos fácilmente contrastables con la evidencia empírica. A continuación, se describen dichos efectos:

- **Efecto macroeconómico I: Un alza en el precio de los factores productivos, principalmente salarios**

El ahorro no materializado en inversión trae consigo desempleo. Sin embargo, dicho desempleo es una circunstancia transitoria necesaria si se requiere una transformación de la estructura productiva o, lo que es equivalente, una relocalización de los factores de producción que sea consistente con cambios en las preferencias y/o tecnologías subyacentes.

Cuando las tasas de interés caen, los empresarios perciben que los consumidores están interesados en incrementar su demanda de bienes futuros, por lo cual deciden expandir la oferta de bienes de orden superior (capital).² Sin embargo, cuando la reducción en la tasa de interés es producto de una política monetaria expansiva, y no de un incremento en el nivel de ahorro agregado voluntario, no se liberan los factores de producción necesarios para ser empleados en los nuevos proyectos empresariales, y la única forma de atraer más insumos es ofreciendo una remuneración superior a la ya existente (Huerta de Soto, 2012).

- **Efecto macroeconómico II: Un alza en el precio relativo de los bienes de consumo final en términos de los bienes de capital**

El incremento tanto en el nivel de ocupación como en la tasa salarial de los trabajadores empleados en los nuevos proyectos empresariales desemboca, a nivel agregado, en un incremento en la masa salarial y en el ingreso disponible de los trabajadores. Adicionalmente, el mayor nivel de ingresos disponibles conduce a una mayor demanda de bienes y servicios de primer orden (consumo final) y, dada la escasez de factores productivos, al alza generalizada de sus respectivos precios. Sin embargo, en armonía con la razonable suposición de rigidez de corto plazo en los stocks físicos de capital de las firmas, la creciente demanda se distribuye desproporcionadamente hacia los bienes de consumo, por lo cual el precio relativo de los bienes de consumo final en términos de los bienes de capital e intermedios sube transitoriamente (Huerta de Soto, 2012).

- **Efecto macroeconómico III: Un aumento en los beneficios contables de aquellas empresas que producen bienes en etapas más próximas al consumo final**

Nótese que las empresas nuevas, orientadas a producir bienes de orden superior, enfrentan costos medios más altos (dado que tuvieron que pagar remuneraciones más altas para atraer factores productivos) y, adicionalmente, una caída en el precio relativo de sus productos en términos de los bienes de consumo final (por el incremento en el ingreso disponible de los trabajadores). Ambas situaciones combinadas suponen una caída en sus respectivas tasas de rentabilidad y una perturbación a la ley económica de isotasas de beneficios³ que conduciría a una redistribución de los factores productivos hacia los sectores económicos orientados a producir bienes y/o servicios en etapas más próximas al consumo final (Huerta de Soto, 2012).

² La clasificación de los bienes en función de su cercanía al consumo final fue planteada inicialmente por Carl Menger en “Principios de Economía Política” (1871). Posteriormente, Hayek (1935) desarrolla un esquema basado en la clasificación mengeriana de los bienes y la teoría austríaca de la imputación del valor. Dicho esquema, conocido como triángulo hayekiano, postula la posibilidad de clasificar los bienes en bienes de orden inferior, más próximos al consumo final, y bienes de orden superior, que corresponderían a lo que se conoce como bienes de capital.

³ La ley económica de isotasas de beneficio señala que, para que exista un equilibrio económico (situación donde no existen incentivos al cambio), la rentabilidad económica (rentabilidades contables descontando la remuneración del capitalista por su trabajo, la rentabilidad potencial de usos alternativos del capital y costos de oportunidad) de todos los sectores productivos debe ser homogénea. De lo contrario, los capitalistas tendrían incentivos para desplazar sus inversiones desde sectores menos rentables hacia otros más rentables, modificando así la estructura productiva.

- **Efecto macroeconómico IV: Un incremento en los tipos de interés, por lo general, a niveles superiores a los existentes previo a la política monetaria expansiva**

Cuando los precios de los bienes de consumo empiezan a crecer, los ahorradores empiezan a notar una caída en la rentabilidad real de sus ahorros. Esto los conduce a ajustar sus expectativas de inflación y a exigir una tasa de interés nominal más alta. Adicionalmente, la sorpresa monetaria aumenta la percepción de riesgo, lo cual se traduce en un incremento aún mayor en las tasas de interés por concepto de primas de riesgo (Mises, 1949).

- **Efecto macroeconómico V: Efecto Ricardo**

El crecimiento en el precio de los bienes de consumo implica una caída generalizada en las tasas salariales reales; además, el incremento en las tasas de interés conduce a un alza en las tasas de arrendamiento del capital. Esto incentiva un proceso de sustitución interfactorial al interior de las firmas, a través del cual el factor encarecido (capital) es reemplazado (en función del tipo de tecnología de cada firma) por otros factores ahora relativamente más baratos. Dicha sustitución conduce a una caída en la demanda de bienes de capital, reduciendo aún más el precio relativo de los mismos y la ganancia de las empresas orientadas a su producción (Huerta de Soto, 2012).

- **Efecto macroeconómico VI: Proceso generalizado de quiebras, con mayor rigurosidad en los sectores económicos orientados a la producción de bienes de capital**

Al final, los proyectos empresariales que se pusieron en marcha por considerarse rentables a una tasa de interés artificialmente baja quiebran. Esto crea un efecto dominó que sólo va a revertirse cuando, por cuestiones de elasticidades en oferta y demanda, ciertos precios varíen en menor proporción que otros, restableciéndose una estructura de tasas de rentabilidad no negativas y acordes con las preferencias de los consumidores y con la disponibilidad efectiva de bienes de capital. El ajuste conduce insoslayablemente a un incremento en el desempleo, una caída generalizada en los salarios reales, una reducción en el stock de capital agregado y una estructura de producción más corta (reducción de la producción de bienes más alejados del consumo).

Nótese que este proceso de quiebras no es exclusivo de los sectores orientados a producir bienes de orden superior, no todos los sectores quiebran a un mismo ritmo, y las quiebras se concentran, específicamente, en los sectores orientados a producir bienes de orden superior que fueron hipertrofiados por la expansión monetaria (Huerta de Soto, 2012).

B. Una descripción de la crisis económica colombiana de 1998-2003

Amparados en la visión ortodoxa de la crisis, precisamos su periodo como el lapso comprendido entre 1998 y 2003⁴. Con el fin de brindarle al lector un sentido de la proporción en lo relativo a la magnitud y trascendencia de esta crisis, esta sección tiene por objeto describir en cifras y datos relevantes la evolución de las principales variables económicas colombianas entre 1998 y 2003.

Cuadro I. Síntesis de la crisis económica colombiana, 1998-2003

VARIABLES ECONÓMICAS	EVOLUCIÓN
Demanda agregada	Tuvo una contracción sin precedentes en la historia económica del país en 1999, cayendo cerca del 10% interanual.
PIB	- Exhibe su mayor caída desde que se tienen registros estadísticos, cayendo entre 4,2 y 4,5% en 1999. - “Entre 1998 y 2002 el producto por habitante disminuyó 15% en términos reales” (Gaviria, 2010).
Mercado laboral	- Desempleo: Si bien ya venía tornándose en uno de los principales problemas económicos estructurales desde la ley 100 de 1993 (año en el cual la tasa de desempleo urbano alcanzó un mínimo histórico), la tasa de desempleo del año 2000 fue la mayor de la segunda mitad del siglo XX (en torno al 20%, promedio 13 principales ciudades). - Informalidad: “Uno de los efectos más notorios de la crisis fue, además, el fuerte deterioro en la calidad de los puestos de trabajo. En efecto, la proporción de trabajadores informales, que se redujo a comienzos de los noventa, estalló con la crisis de fin de siglo, durante la cual alcanzó un pico de cerca del 63% en 2003 en las 13 principales ciudades” (Ocampo & Romero, 2015). - Salario real: El período 1997-2004 muestra un continuo deterioro en el poder adquisitivo de los salarios. Aún siete años después de la crisis, en 2005, la capacidad de compra de estos no se había recuperado (Urrutia & Ruiz, 2010).

⁴ La periodización se hace en función de la variable PIB real per cápita, el cual retornó a su nivel de 1997 en 2004.

<p>Nivel de pobreza y desigualdad</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Niveles de pobreza y pobreza extrema: “La crisis afectó más a los más pobres” (Gaviria, 2010). Para 1999, el porcentaje de colombianos en situación de pobreza por ingresos fue de aproximadamente 55%, y el de colombianos en situación de pobreza extrema alcanzó niveles del 25%. - Tendencia en desigualdad: La crisis revirtió el proceso de reducción en desigualdad que se había originado a principios de los setentas. A nivel nacional, el coeficiente de Gini alcanzó un pico en 1999 (en torno a 0,61) para el periodo comprendido entre 1935-2019.
<p>Sector financiero</p>	<ul style="list-style-type: none"> - A raíz de la crisis, el Banco de la República se vio forzado a abandonar el esquema de banda cambiaria y a adoptar un sistema cambiario de flotación controlada. - El quiebre en la tendencia inflacionaria hizo viable un esquema de inflación objetivo, por el cual el principal instrumento de política monetaria pasó a ser la tasa de interés. - A raíz de la sentencia C-481 de 1999, el Banco de la República asumió una segunda misión: velar por el pleno empleo. - Hubo un proceso generalizado de quiebres bancarios (en especial, bancos estatales, corporaciones de ahorro y vivienda y cooperativas financieras). - Nacieron nuevas instituciones regulatorias como: el FOGACOOP (1998), la Red de Seguridad Financiera (2000), la Superintendencia Financiera (2006) y el Autorregulador del Mercado de Valores (2006). - El mercado de crédito hipotecario entró en un profundo declive: “En los primeros cinco años posteriores a la crisis de los años 1998-1999, la cartera hipotecaria se redujo de manera dramática: de poco más del 10% del PIB a finales del auge anterior, a 2,4% del PIB en 2005-2006. Desde

	entonces se ha recuperado marginalmente, situándose en 2014 en 4,7%, menos de la mitad de lo que era en 1997” (Ocampo, 2015).
Sector externo	<ul style="list-style-type: none"> - 1999 y 2000 son los únicos años de superávit en cuenta corriente para el periodo comprendido entre 1992 y 2019. - En 1999 se quiebra (transitoriamente) la tendencia alcista que la deuda externa privada total venía mostrando desde 1991. - El rol de Colombia como principal receptorista de inversión extranjera entre los países andinos se revierte transitoriamente entre 1997 y 2004 (Cubillos & Navas, 2000).
Gobierno	<ul style="list-style-type: none"> - El balance del sector público (en especial de los niveles subnacionales de gobierno) empeoró como consecuencia de la crisis. La famosa “ley de semáforos” (358 de 1997), la Ley de Ajuste Fiscal Territorial (Ley 617 de 2000) e, incluso, la creación del Sistema General de Participaciones (2001) dan cuenta de la necesidad a finales de los noventa de una reestructuración financiera profunda del sistema de descentralización fiscal. - Si bien el “boom” de privatizaciones empieza antes de 1999 (ley 226 de 1995), con la crisis el proceso se recrudece. Contrario a lo ocurrido tras la crisis de los ochenta, entrada la primera década de los 2000 los principales bancos oficiales son absorbidos por el sector privado. - Con la crisis se crea “transitoriamente” el gravamen a los movimientos financieros, hoy conocido popularmente como el “4 por 1000”.

Fuente: Construcción propia.

C. Las múltiples aristas de la crisis económica colombiana de 1998-2003

Estrictamente hablando, en el periodo a analizar no existe una sola crisis. El proceso económico transcurrido en Colombia entre 1998 y 2003 tiene múltiples aristas, las cuales,

pese a estar profundamente interrelacionadas, guardan entre sí sus respectivos rasgos distintivos e independientes. A lo largo de nuestra investigación, logramos encontrar que a finales del siglo XX Colombia atravesó por al menos cuatro tipos de crisis distintas: una crisis financiera, una crisis cambiaria, una crisis de deuda pública y una crisis hipotecaria.

La crisis financiera consistió en un proceso masivo de quiebras de instituciones financieras, principalmente bancos oficiales, corporaciones de ahorro y vivienda y cooperativas financieras. Esta crisis implicó la intervención del Fogafín en 24 establecimientos de crédito, cuatro más que el total de liquidaciones observadas en las tres décadas anteriores juntas (Fogafín, 2009).

Por otro lado, la crisis cambiaria de 1998 y 1999 fue “la crónica de una muerte anunciada” en lo relativo al régimen cambiario de tipos cuasi fijos. El “tibio” esquema de banda cambiaria, acogido oficialmente en 1994, fue destrozado por el proceso de reversión súbita en el influjo de capitales; primero a raíz de la crisis del sudeste asiático en 1997 y, subsecuentemente, por la caída en los precios internacionales del petróleo y la crisis rusa del rublo en 1998. La Junta Directiva del Banco de la República se vio abocada dos veces a modificar la banda cambiaria: una en septiembre de 1998 y otra en junio de 1999. En septiembre de 1999, la Junta Directiva abandonó definitivamente el esquema de banda cambiaria y optó por un esquema de flotación controlada “dentro del contexto de un acuerdo (de rescate) con el Fondo Monetario Internacional, que había exigido la flotación para suscribir un acuerdo con Colombia” (Ocampo, 2015).

Si bien se desarrollará con mayor profundidad más adelante, de la crisis hipotecaria se puede decir que consistió en el colapso del sistema UPAC-CAV-FAVI⁵. Entre 1984 y 1994 se da un proceso de indexación gradual de las tasas de corrección monetaria⁶ a las tasas de interés de mercado. “En septiembre de 1994 se decide atar el UPAC exclusivamente a los CDT. Estas decisiones pueden haber servido para hacer más competitivas las captaciones en UPAC en relación con las de CDT, pero desvirtuaron totalmente el sistema de valor constante,

⁵ El sistema de Unidad de Poder Adquisitivo Constante (UPAC) era en esencia un instrumento financiero dirigido a promover el crédito hipotecario desde el libre mercado. El sistema nace en 1972 como uno de los cuatro pilares del Plan Nacional de Desarrollo de Misael Pastrana Borrero. En líneas generales, el Estado creó un oligopolio en lo relativo a los créditos en UPAC y se lo concedió a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV). Dada la naturaleza problemática de este tipo de créditos en un contexto de alta inflación, se creó adicionalmente un fondo de fomento en el Banco de la República, el Fondo de Ahorro y Vivienda (FAVI), el cual básicamente redistribuía la liquidez desde las CAV con excesos de liquidez hacia CAV con dificultades financieras transitorias.

⁶ Los saldos en UPAC se pueden entender como saldos móviles. En términos normativos, el sistema permitía a los ahorradores en UPAC blindarse ante la posible pérdida en poder adquisitivo de sus ahorros. Esto estimulaba la oferta privada de fondos prestables y los canalizaba hacia créditos hipotecarios. El deudor, por su parte, adquiriría su crédito de vivienda no en pesos, sino en UPAC. Si el deudor acordaba realizar pagos mensuales cada mes, debía pagar su cuota respectiva en UPAC. El valor de cada UPAC en pesos se iba ajustando cada mes en función de una tasa de corrección monetaria (TCM), la cual era estipulada por el Banco de la República. Originalmente, la TCM era calculada solo con base en la inflación. Con la liberalización de las tasas pasivas que podía cobrar la banca privada (1979-1981), la transición de un sistema financiero de entidades especializadas a un sistema de multibanca (donde entidades financieras distintas a las CAV podían ofrecer créditos en UPAC) y la desaparición del FAVI (Ley 31 de 1992), las CAV se vieron desfinanciadas y, por consiguiente, se decidió atar la TCM a las tasas CDT.

mucho más que las decisiones adoptadas desde 1974 de poner topes a la corrección monetaria. Aún más, dejó a los deudores de vivienda con créditos a largo plazo sujetos a las variaciones de corto plazo de las tasas de interés” (Ocampo, 2015).

Con las medidas de enfriamiento monetario orquestadas entre 1994 y 1996 y la “recesión à la colombiana” de 1996, los índices de precios de la vivienda nueva y usada empezaron a caer. Sin embargo, el colapso del mercado hipotecario no se dio hasta 1998, año en el cual hubo un alza estrepitosa en las tasas de interés de mercado producto de la decisión del Banco de la República de no esterilizar los efectos de sus intervenciones en el mercado cambiario.

Con el alza en las tasas de interés y su efecto sobre la TCM, aunado a la tendencia a la baja en los precios de la vivienda, frecuentemente los deudores en UPAC se daban cuenta de que, pese a ya haber pagado múltiples cuotas, tenían saldos hipotecarios superiores al precio de mercado de sus viviendas. Esto, junto con los crecientes niveles de desempleo y la precariedad en ingresos, se tradujo en una espiral auto reforzada de incrementos de daciones en pago, desvalorizaciones hipotecarias y parálisis del sector de la construcción (Cárdenas & Badel, 2003). La crisis culminó con la declaración de inconstitucionalidad de las UPAC y la ley 546 de 1999, a partir de la cual se creó el sistema de Unidad de Valor Real (UVR).

Finalmente, de la crisis de endeudamiento público se puede decir que fue consecuencia de al menos tres factores: un déficit fiscal estructural desde la Constitución de 1991, una estructuración financiera imperfecta del proceso de descentralización fiscal y el encarecimiento en el servicio de la deuda producto de las circunstancias financieras domésticas y externas. El aumento en gasto social, producto de los mandatos de la nueva constitución y la consolidación del proceso de descentralización fiscal (con la ley 60 de 1993), produjeron una expansión considerable en el gasto público, aunque es sensato mencionar que también los ingresos tributarios crecieron (cerca de 7% del PIB en promedio entre 2003-2006 respecto a 1987-1990).

La inflexibilidad del gasto público social a la baja, la dependencia de los ingresos de los entes de gobierno subnacional respecto a los ingresos del gobierno nacional central, la distribución desigual de cargas fiscales entre alcaldías y gobernaciones, los costos derivados del rescate del sistema financiero y la mayor facilidad para los gobiernos territoriales de obtener créditos apalancados en los ingresos corrientes de la Nación, explican en cierta medida la tendencia explosiva que experimentó la ratio deuda del gobierno nacional central (GNC) como proporción del PIB entre 1998 y 2003 (año en que alcanzó un máximo de 44,5%). Sin embargo, la principal causa del desajuste en las finanzas públicas recae sobre el encarecimiento en los servicios de deuda, fenómeno cuyas causas fueron esencialmente dos: el vertiginoso ascenso de los tipos reales de interés y el alza en el tipo de cambio real (Contraloría General de la República, 2011).

Con el fin de capturar una fotografía en términos de datos y cifras de lo que fue la crisis de endeudamiento público de fines de los noventa, podemos mencionar que en el 2000 se produjo la mayor tasa de crecimiento interanual de la deuda del GNC en los 40 años previos a la crisis de 2014 (8% del PIB) y en 1999 la tasa de interés real de la deuda del GNC alcanzó un nivel histórico en torno al 18% (Contraloría General de la República, 2011); entre 1999 y

2000 los títulos colombianos de deuda pública fueron degradados al grado de “inversión especulativa” por calificadoras internacionales de riesgo como Standard & Poor’s, Duff & Phelps y Moody’s y la participación del GNC sobre la deuda pública total creció del 38,1% en 1991 al 59,7% a finales de 1999 (Contraloría General de la República, 2000), y los déficits del Sector Público Consolidado y del GNC alcanzaron en 1999 niveles del 4,6% y del 6,5% del PIB, respectivamente (Ocampo & Romero, 2015).

D. Un esbozo de las verdaderas causas de la crisis económica de 1998-2003

El estado jugó un rol protagónico en la gestación de la crisis, empero la expansión monetaria y fiscal de 1992 y 1993 no fue su principal causa. Para justificar esta afirmación, se enunciarán las que a juicio personal fueron las cuatro principales causas de la crisis económica aquí tratada:

1. El efecto sobre la posición financiera de las CAV de la transición de un sistema de entidades financieras especializadas a un sistema de multibanca organizado en matrices y filiales:

Las CAV nacieron como operadoras privilegiadas de ahorro. En los setenta casi que contaban con un monopolio sobre los créditos hipotecarios, no estaban sujetas a las severas restricciones que aquejaban a otras instituciones financieras privadas (encajes y topes a tasas de interés activas y pasivas) y, aún más importante, contaban con un fondo exclusivo de fomento en el Banco de la República, el FAVI. Este tratamiento favorable fue paulatinamente desmontándose a partir de la reforma financiera de 1974.

Las CAV nacieron en 1972 con el monopolio sobre el instrumento financiero de las UPAC y en un contexto de tasas de interés reales negativas. El primer tropiezo de las CAV arribó con la reforma financiera de 1974, según la cual se elevaron las tasas de interés de ahorro y a término y se liberaron las tasas que podían cobrar los bancos comerciales en sus operaciones ordinarias (Kalmanovitz & Avella, 1998). El segundo dolor de cabeza llegó de la mano de la reforma financiera de 1980, mediante la cual se liberaron las tasas pasivas que podían pagar los bancos por ahorros a largo plazo, especialmente bajo la figura de CDT’s (Ocampo, 2015). El tercer golpe a las CAV provino de la eliminación del FAVI con la ley 31 de 1992. Por último, la transición de un sistema financiero de entidades especializadas a un sistema de multibanca significó la estocada final para este tipo de corporaciones, dejándolas a merced del ciclo de financiamiento. Con las leyes 45 de 1990 y 35 de 1993, los bancos quedaron autorizados para conceder préstamos en UPAC. Tal autorización se tradujo en un proceso gradual de desfinanciamiento de las CAV dada la desviación de ahorros a largo plazo hacia la banca comercial. Esto, aunado a la imposibilidad de financiarse vía fondos de fomento, trajo como resultado la decisión en 1994 de atar la TCM de las UPAC exclusivamente a las tasas CDT, dejando a los deudores de vivienda con créditos a largo plazo vulnerables ante las variaciones de corto plazo en las tasas de interés (Ocampo, 2015).

2. La semiliberalización cambiaria, un auge en el influjo de capitales extranjeros y un fuerte desequilibrio en la balanza comercial:

Con la reforma al estatuto cambiario (Ley 9 de 1991), no sólo se descentralizaron hacia el mercado las operaciones de cambio, sino que también se desmontó el método previo predilecto de control de capitales por parte del gobierno (monopolio del mercado cambiario en manos del Banco de la República). Esto implicó un aumento en las libertades de la otrora reprimida banca privada colombiana. Por mencionar algunos ejemplos: la banca comercial adquirió la potestad de realizar préstamos en moneda extranjera, operaciones cambiarias y oferta de instrumentos financieros de ahorro en divisas; y, no menos importante, Colombia entró en su segunda ola de globalización financiera, el proceso de colombianización de la banca se revierte y las entidades financieras colombianas empiezan a gozar de mayores facilidades en lo relativo a la apertura de filiales en el extranjero (Uribe, 1995). Matizando lo anterior, es menester aclarar que, si bien la crisis financiera en cuestión se centró en la banca pública de primer piso y las CAV, fue la banca privada el principal vaso comunicante entre los fondos prestables foráneos y el grueso de los conglomerados colombianos.

Ahora bien, el problema estuvo en el riesgo cambiario y en sus efectos sobre el costo del endeudamiento externo. El deterioro en cuenta corriente tras el proceso de apertura comercial, el incentivo a ataques especulativos que generaba el esquema de banda cambiaria, el incremento en la percepción de riesgo a raíz del proceso 8000, los coletazos de la crisis del sudeste asiático en 1997 y los de la crisis del rublo ruso en 1998, entrañaron un tipo de cambio sobrevaluado⁷ y una distorsión en el costo relativo de la deuda externa. Con las modificaciones a la banda cambiaria y su posterior abandono, el costo de la deuda externa creció abrupta y súbitamente (Ocampo, 2015).

3. El fin de los fondos de fomento y el comienzo de los bancos de desarrollo:

Las dos principales fuentes de financiación de los fondos de fomento eran la represión financiera (inversiones forzosas y créditos dirigidos) y la emisión monetaria. Con el fin de la represión financiera y la pérdida de las facultades crediticias del Banco de la República, producto del cambio constitucional, se completó en 1992 un proceso gradual de marchitamiento de los fondos de fomento.

El sistema de crédito público se enfocó en las operaciones de redescuento⁸, algunos fondos de fomento se removieron del Banco de la República y otros fueron simplemente eliminados. Esta reestructuración del sistema de crédito público tuvo profundas y graves consecuencias sobre las principales entidades financieras oficiales para la época, como la Caja Agraria, el Banco Cafetero y el Banco Central Hipotecario. La corrupción, los créditos previamente otorgados a tasas altamente subsidiadas, la coyuntura económica desfavorable para ciertos

⁷ Esta sobrevaluación se evidenció en lo que coloquialmente vino a llamarse “efecto murciélago” (TRM persistentemente cerca del techo de la banda cambiaria), y con la constante pérdida de reservas internacionales netas entre 1992 y 1999. Véase al respecto Gómez Mejía (2007).

⁸ El redescuento puede entenderse como un proceso de titulización pública de deuda orientado al reciclaje de plazos para resolver problemas transitorios de iliquidez. Bajo ciertas condiciones, el Banco de la República solía comprar deuda a entidades financieras.

sectores⁹ y la intensificación de la competencia por captar ahorros privados (evidenciada en un contexto de altas tasas de interés) trajeron consigo serias dificultades financieras para la banca oficial que, a diferencia de lo ocurrido en los años previos, no pudieron ser subsanadas vía emisión monetaria (Ocampo, 2015).

4. La ausencia de un marco regulatorio sobre las cooperativas financieras:

La ausencia de un marco regulatorio riguroso y la visión consolidada en la Constitución Política de 1991 respecto a las formas asociativas y solidarias de la propiedad¹⁰ dieron lugar a un verdadero auge del cooperativismo financiero en el primer lustro de la década de los noventa.¹¹

Ocampo (2015) resalta que la decisión (en 1997) de pasar la supervisión de las grandes cooperativas financieras del Dancoop a la Superintendencia Bancaria llegó tarde, dado el gran deterioro financiero que ya habían acumulado este tipo de entidades financieras y que contribuyó significativamente a la crisis de finales de siglo (Ocampo, 2015).

II. Resultados

A. Evidencias y contrafactuales

Sobre la causa de la crisis económica colombiana de 1998-2003

¿Qué señaló al respecto el entonces gerente del Banco de la República, Miguel Urrutia Montoya?

“La actual recesión económica se gestó en 1993. En ese año hubo un crecimiento excesivo de la cartera del sector financiero, que aumentó 24,4% en términos reales, y llevó a una burbuja en los precios de los activos. (...) Ese crecimiento en los precios de los activos no era sostenible, e inevitablemente llevaría al deterioro de la cartera del sistema financiero al desinflarse el valor de la garantía de los préstamos” (Urrutia, 1999).

¿Qué sugieren los datos?

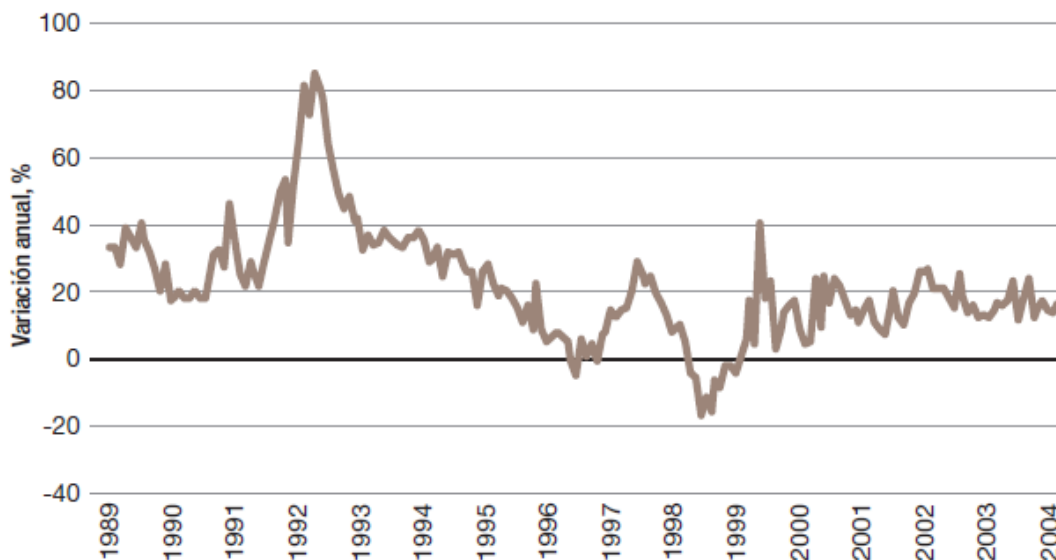
El gráfico I muestra la evolución en términos reales de la base monetaria tomado del estudio de José Antonio Ocampo titulado “Una historia del sistema financiero colombiano, 1951-2014”.

⁹ Los grandes perdedores del proceso de apertura económica fueron el sector agropecuario y el sector industrial. Véase Ocampo y Romero (2015).

¹⁰ Véanse por ejemplo los artículos 58 y 333 de la Constitución Política de 1991.

¹¹ A 1993 las entidades del sector solidario eran 8.872, de las cuales 5.630 eran cooperativas, 138 organismos de grado superior, 828 precooperativas, 1.868 fondos de empleados y 40 asociaciones mutualistas que prestan servicios a 2 853.000 asociados y a sus familias. A diciembre de ese mismo año las entidades de economía solidaria manejaban activos sociales del orden de \$2.061 billones de pesos. Véase al respecto, Pineda, Castillo, Pardo, & Palacios (2006).

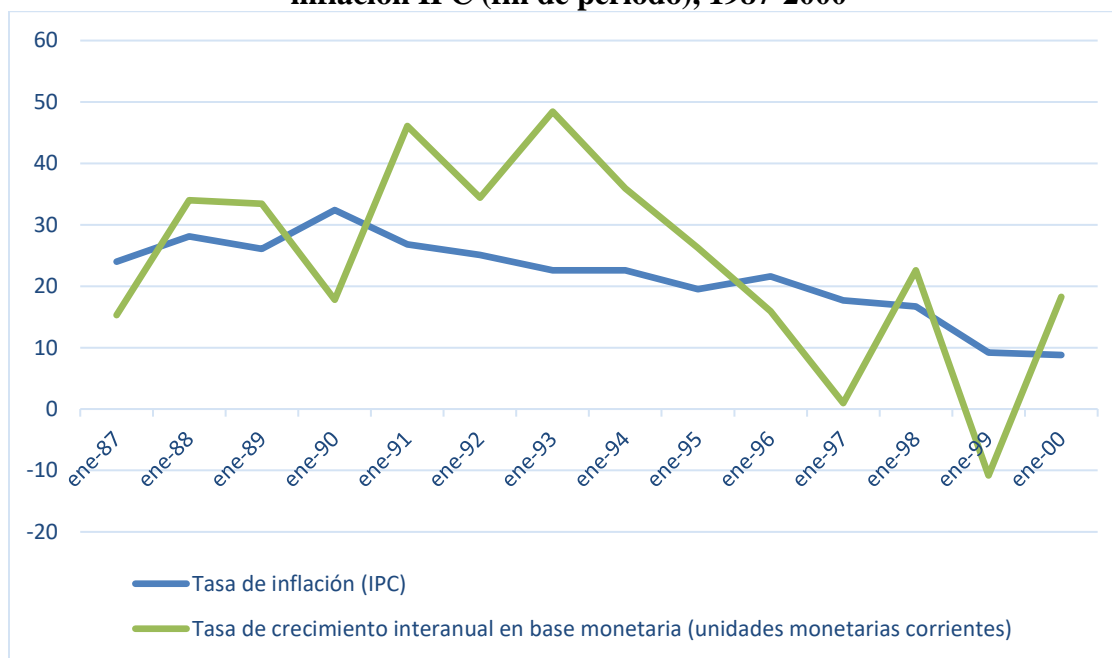
Gráfico I. Evolución en términos reales de la base monetaria, 1989-2004



Fuente: Ocampo (2015, p. 109).

Adicionalmente, el gráfico II presenta la evolución de la base monetaria en términos nominales junto con la inflación del índice de precios al consumidor (IPC) durante el periodo 1987-2000.

Gráfico II. Evolución en términos nominales de la base monetaria y la tasa de inflación IPC (fin de periodo), 1987-2000



Fuente: Construcción propia, basada en series históricas del DNP.

En los gráficos previos se observa que la base monetaria en términos reales creció cerca de un 80% entre 1992 y 1993. Esto, aunado al proceso de apertura financiera iniciado en 1993, significó una de las políticas económicas más expansionistas de la historia económica del país. “La demanda agregada, que había crecido a ritmos inferiores al 2% desde 1989, comenzó a crecer a más del 10% en 1992, un ritmo que se mantuvo hasta 1994” (Ocampo, 2015).

- **Efecto macroeconómico I: Un alza en el precio de los factores productivos, principalmente salarios**

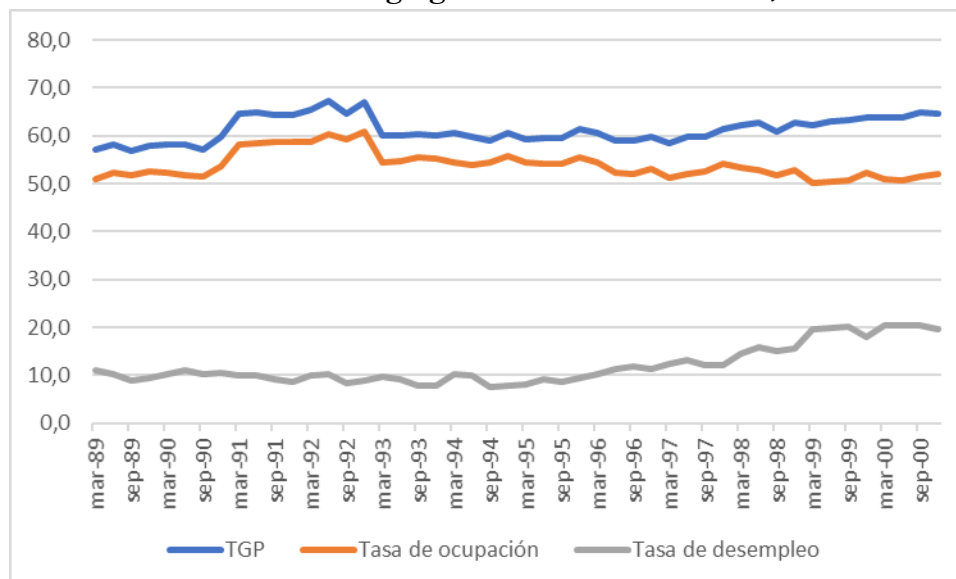
¿Qué señalaron los especialistas al respecto?

Miguel Urrutia y Mauricio Ruiz señalan en su trabajo titulado “Ciento setenta años de salarios reales en Colombia”, que para el periodo comprendido entre 1992 y 1997 los salarios medios reales de casi todos los sectores productivos crecieron, producto principalmente de la confluencia de una disminución en la inflación y un fuerte estímulo a la demanda agregada entre 1992 y 1994 (Urrutia & Ruiz, 2010).

¿Qué sugieren los datos?

El Gráfico III evidencia la evolución en la tasa global de participación (TGP), la tasa de ocupación y la tasa de desempleo para el periodo comprendido entre 1989 y 2000.

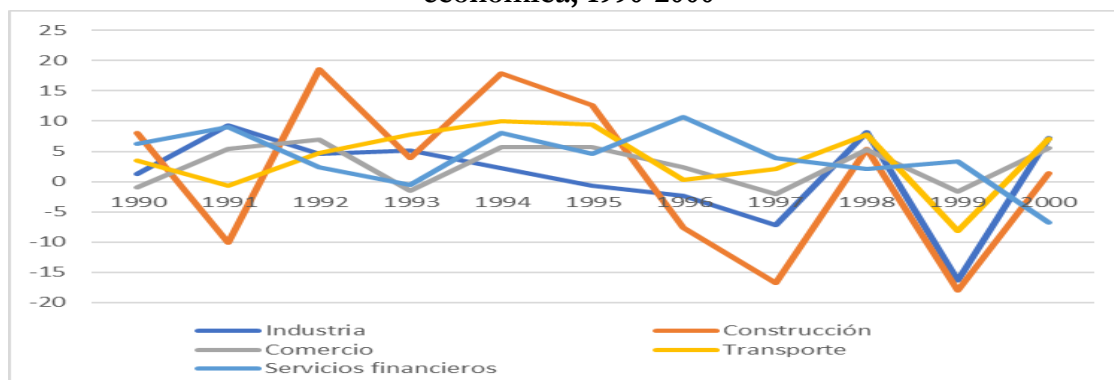
Gráfico III. Dinámica agregada del mercado laboral, 1989-2000



Fuente: Construcción propia, basada en series históricas, DNP.

El Gráfico IV expone la evolución en el número de ocupados por ramas de actividad económica, para el periodo comprendido entre 1990 y 2000.

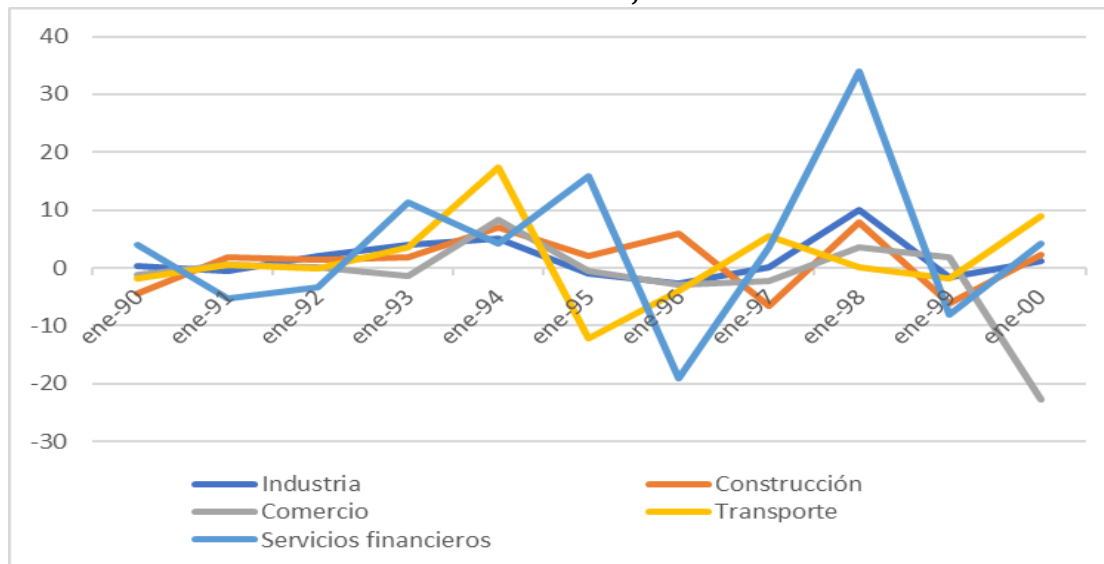
Gráfico IV. Tasa de crecimiento en el número de ocupados por tipo de actividad económica, 1990-2000



Fuente: Construcción propia, basada en series históricas DNP, siete principales ciudades.

Finalmente, el Gráfico V muestra la evolución en los ingresos laborales medios reales (en pesos colombianos de 1996) desagregados por ramas de actividad económica para las siete principales ciudades del país, entre 1990 y 2000.

Gráfico V. Tasa de crecimiento de los ingresos laborales reales medios por ramas de actividad económica, 1990-2000



Fuente: Construcción propia basada en series históricas DNP (pesos constantes de 1996).

A partir de la información anterior podemos hacer las siguientes observaciones:

- La TGP y la tasa de ocupación crecieron significativamente entre 1990 y 1993. El incremento en dichas tasas precedió a la expansión monetaria de 1992-1993 y el incremento en la TGP empezó antes que el incremento en la tasa de ocupación.

- Se resalta la severidad en las fluctuaciones del número de ocupados en el sector construcción, con un crecimiento notable entre 1992 y 1995 y un deterioro igualmente notable entre 1996 y 1998.
 - Se evidencia un crecimiento generalizado en los ingresos laborales medios entre 1992 y 1995.
 - Se evidencia una mayor volatilidad en los ingresos laborales reales medios asociados con las ramas de servicios financieros y transporte, y menos volatilidad en los del sector comercio y construcción.
- **Efecto macroeconómico II: Un alza en el precio relativo de los bienes de consumo final en términos de los bienes de capital**

¿Qué sugieren los datos?

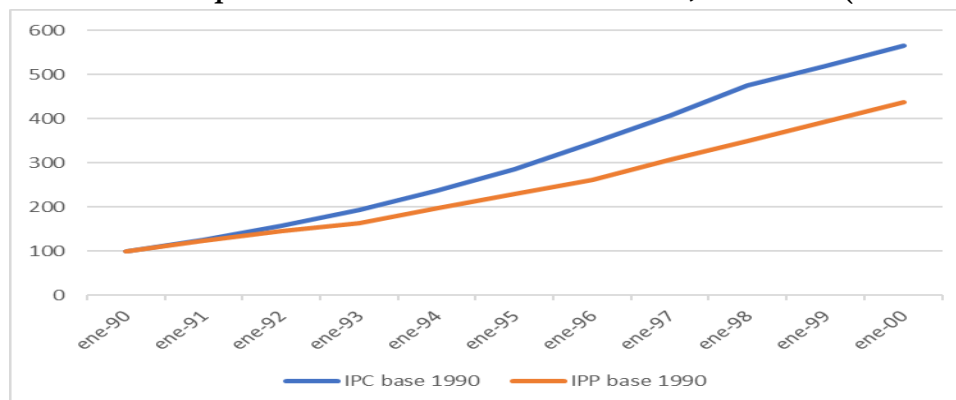
Anteriormente mostramos cómo el salario real medio creció para el grueso de las ramas de actividad económica entre 1992 y 1995. Así mismo, mostramos que tanto la TGP como la tasa de ocupación aumentaron para el periodo 1990-1993. Esto es sin duda evidencia suficiente para validar la tesis del incremento en la masa salarial y los ingresos disponibles de los trabajadores.

Ahora bien, en materia del incremento generalizado en el nivel de precios de los bienes de consumo, existe aparentemente un contrafactual, en tanto 1991 representó para Colombia el año en el cual se quebró definitivamente la tendencia de inflación rampante que venía desde la década de los setenta. De hecho, la tasa de inflación anual calculada vía IPC es decreciente prácticamente en todo el periodo comprendido entre 1990 y 2000¹².

La leve y transitoria reversión (en 1996) de la tendencia a la baja de la inflación no sirve como prueba sólida e irrefutable de que se cumplió el efecto macroeconómico aquí tratado. Por consiguiente, analizaremos el fenómeno a mayor profundidad, enfocándonos en la evolución de precios relativos y no absolutos.

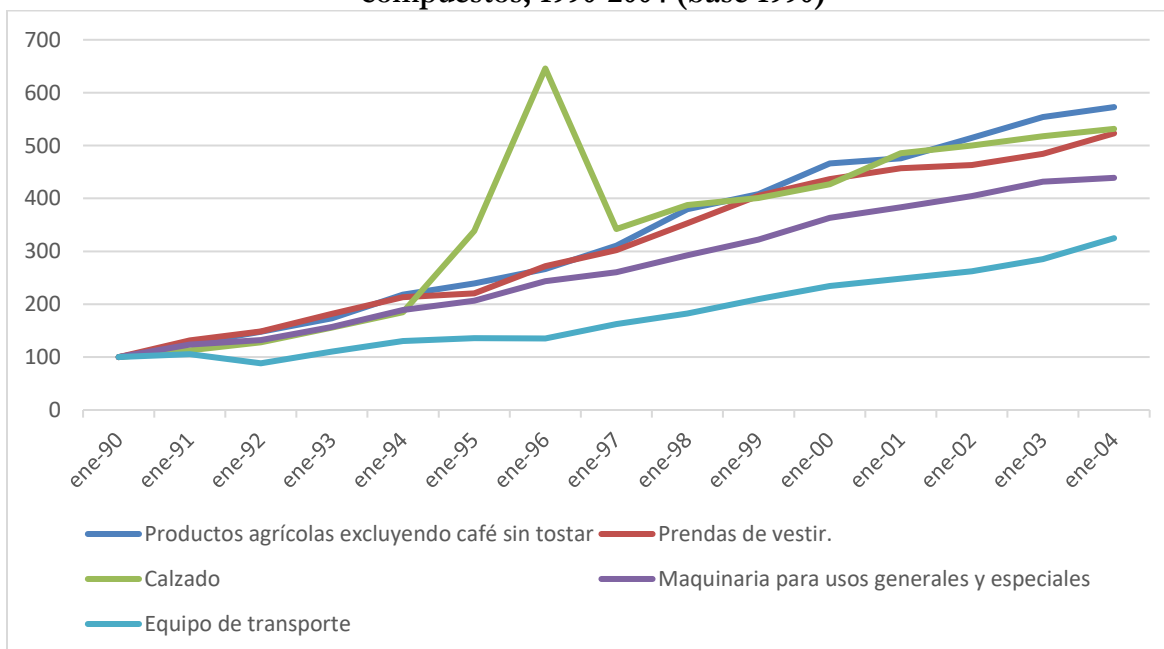
A continuación, el Gráfico VI presenta una comparación dinámica entre el IPC, afectado principalmente por el precio en los bienes de consumo final, y el índice de precios al productor (IPP), afectado principalmente por la evolución en los precios de bienes de capital e intermedios, para el periodo entre 1990 y 2000. Las cifras utilizadas en este gráfico fueron obtenidas del Banco de Datos Económicos y Sociales de la Economía Colombiana durante la década de los noventa (Escuela Nacional Sindical, 2001).

¹² Hay una excepción a la tendencia de inflación a la baja, pues en 1996 la tasa de inflación anual (21,6%) fue mayor a la de 1995 (19,5%).

Gráfico VI. Comparación dinámica entre IPC e IPP, 1990-2000 (base 1990)

Fuente: Cálculos propios, basados en Escuela Nacional Sindical (2001).

Adicionalmente, el Gráfico VII muestra la evolución entre 1990 y 2004 de los índices de precios implícitos¹³ para maquinaria, equipos de transporte, prendas de vestir, calzado y productos agrícolas (excluyendo café sin tostar). Estos bienes se eligieron específicamente, buscando comparar la evolución de los precios de algunos bienes de capital e intermedios (maquinaria y equipo de transporte) con la evolución de los precios de algunos bienes de consumo final (alimento, calzado y vestido).

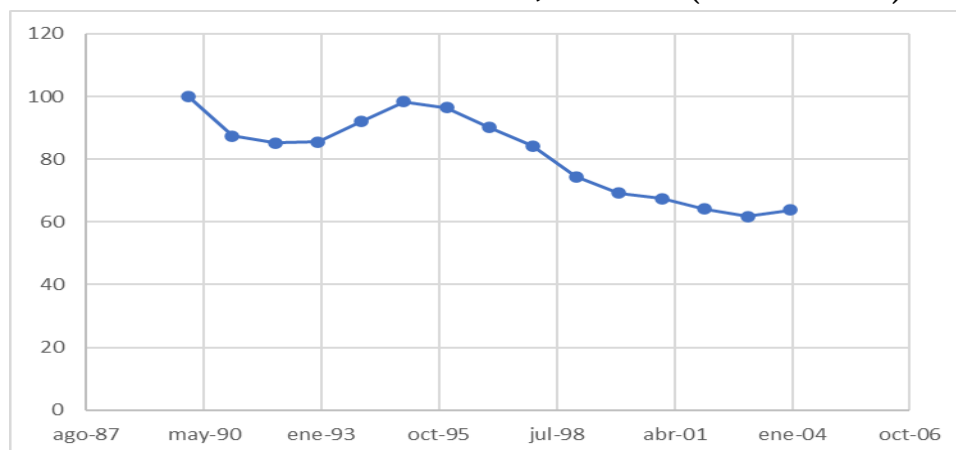
Gráfico VII. Evolución de índices de precios implícitos para algunos bienes compuestos, 1990-2004 (base 1990)

Fuente: Construcción propia, basada en Cuentas Nacionales del DANE (año base: 1994).

¹³ Los precios implícitos se definen como el comportamiento promedio de precios que tiene una variable. Este comportamiento recoge todos los precios que tienen los diferentes elementos que conforman la variable según su importancia (ponderación).

Finalmente, el Gráfico VIII presenta la evolución del índice de precios de la vivienda usada (IPVU) entre 1990 y 2004, tomando como año base 1990.

Gráfico VIII. Evolución del IPVU, 1990-2004 (año base: 1990)



Fuente: Construcción propia, basada en cifras del Banco de la República.

A partir de los gráficos presentados previamente, se hacen las siguientes observaciones:

- Entre 1990 y 1997, los precios de los bienes en el primer canal de distribución (bienes de orden superior, intermedios y de capital) crecieron más lentamente que los precios de los bienes y servicios representativos del consumo final de los hogares colombianos.
 - Todos los precios de los bienes analizados mediante índices de precios implícitos crecieron entre 1990 y 2004. Sin embargo, los bienes compuestos más cercanos al consumo final (productos agrícolas, prendas de vestir y calzado) se encarecieron más que proporcionalmente respecto de los bienes intermedios y de capital (maquinaria y equipo de transporte).
 - Entre 1994 y 1996, se dio un repunte significativo en el precio de la vivienda usada en Colombia.
- **Efecto macroeconómico III: Un aumento en los beneficios contables de aquellas empresas que producen bienes en etapas más próximas al consumo final**

¿Qué sugieren los datos?

Hasta donde sabemos, no existen estadísticas o estimaciones oficiales que reflejen la tasa de ganancia de las distintas ramas de actividad económica para Colombia en la década de los noventa. Por consiguiente, el análisis de este efecto macroeconómico va a efectuarse en forma indirecta, partiendo de la hipótesis de que cuando un sector experimenta un incremento relativo en su tasa de ganancia, su tamaño como proporción de la actividad económica agregada tiende a expandirse. Luego, concluiremos que el efecto macroeconómico aquí planteado es consistente con la información empírica si y sólo si observamos que para el

segundo lustro de la década de los noventa¹⁴ se dio una contracción más pronunciada en los sectores orientados a producir bienes intermedios y de capital que en aquellos orientados a producir bienes de consumo final.

En seguida, los cuadros II y III presentan información relativa a las tasas promedio de crecimiento del PIB real (pesos constantes de 1994) y el número de ocupados por sector económico para dos periodos: 1991-1995 y 1996-2000. Los sectores se organizaron con base en la clasificación CIIU en función de la proximidad de los bienes y/o servicios que producen respecto del consumo final, del más cercano al más lejano respectivamente.

Cuadro II. Tasas promedio de crecimiento del PIB real por sectores económicos, 1991-1995 y 1996-2000

Sección CIIU	1991-1995	1996-2000	Diferencia	Valor absoluto
Hoteles y restaurantes	3,632484	-2,50171	-6,1342	6,134198
Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores, motocicletas, efectos personales y enseres domésticos	3,447984	-1,38445	-4,83244	4,832439
Intermediación financiera	12,15397	-2,19448	-14,3485	14,34845
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	4,179885	2,033589	-2,1463	2,146296
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	4,481357	2,351534	-2,12982	2,129823
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	2,76078	0,652056	-2,10872	2,108723
Pesca	-3,80152	0,945224	4,746741	4,746741
Industrias manufactureras	0,928594	0,312549	-0,61604	0,616045
Suministro de electricidad, gas y agua	2,651783	0,86638	-1,7854	1,785403
Construcción	9,06675	-9,77675	-18,8435	18,8435
Explotación de minas y canteras	3,87231	6,951671	3,07936	3,07936

Fuente: Construcción propia, basada en cifras de Cuentas nacionales del DANE (año base: 1994).

¹⁴ Se eligió este periodo por implicar un periodo de transición entre el auge y la crisis.

Cuadro III. Tasa promedio de crecimiento (%) del número de ocupados por sector económico, 1991-1995 y 1996-2000

Ocupación	1991-1995	1996-2000	Diferencia	Valor absoluto
Comercio	4,452999	1,89937	-2,55363	2,553629
Servicios financieros	4,669239	2,638781	-2,03046	2,030458
Transporte	6,267246	1,815855	-4,45139	4,451391
Industria	4,132187	-2,10201	-6,2342	6,234197
Construcción	8,587958	-7,1091	-15,6971	15,69706

Fuente: Construcción propia, basada en series históricas del DNP.

Adicionalmente, el cuadro IV presenta información relativa a las participaciones en el PIB de diversos sectores económicos durante los dos lustros de la década en cuestión. Nuevamente, los sectores son organizados en función de su proximidad al consumo final.

Cuadro IV. Participaciones sectoriales en el PIB (excluyendo servicios del gobierno), promedios 1991-1995 y 1996-2000

Sector	1991-1995	1996-2000	Diferencia	Diferencia en valor absoluto
Restaurantes y hotelería	11,55	11,09	-0,46	0,46
Servicios comunicación social y periodismo	13,11	15,84	2,73	2,73
Sector financiero	15,49	15,51	0,02	0,02
Agropecuario	20,5	18,74	-1,76	1,76
Transporte, almacenamiento y comercio	8,8	9,27	0,47	0,47
Industria manufacturera	20,26	17,6	-2,66	2,66
Electricidad, gas y agua	1,08	1,11	0,03	0,03
Construcción	3,4	2,74	-0,66	0,66
Minería	4,13	5,03	0,9	0,9

Fuente: Construcción propia, basada en cifras de Cuentas Nacionales del DANE (año base: 1994).

De estos cuadros puede observarse lo siguiente:

- No parece existir un patrón sistemático según el cual el deterioro económico aqueje en mayor medida a los sectores orientados a producir bienes más alejados del consumo (de hecho, explotación de minas y canteras parece haber mejorado).
- Los sectores cuyo desempeño empeoró en mayor medida al contrastar el primer y segundo lustro de los noventa fueron intermediación financiera (sector relativamente

cercano al consumo final) y construcción (sector relativamente alejado del consumo final).

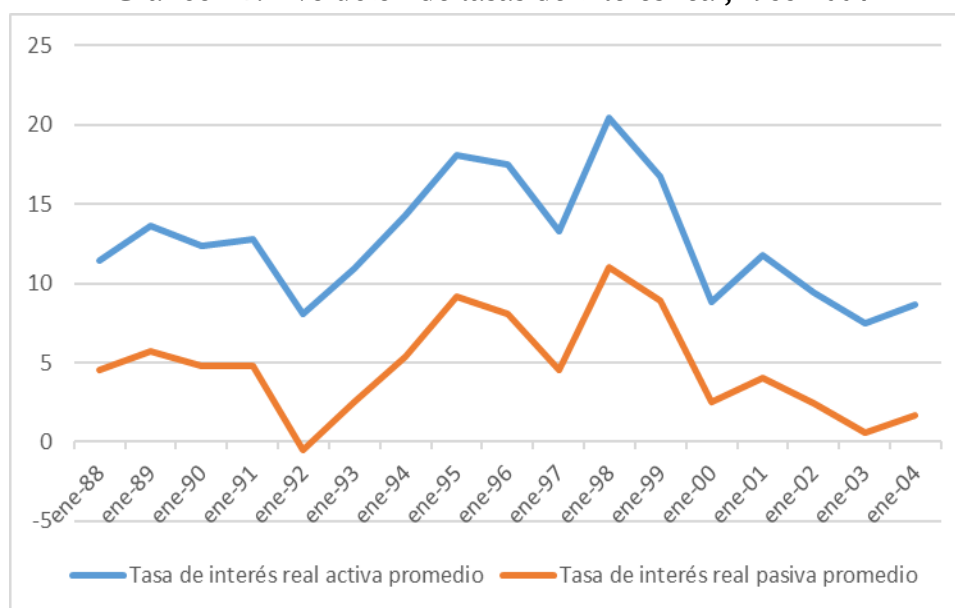
- La evolución en el número de ocupados por ramas de actividad económica entre el primer y segundo lustro de los noventa mostró vasta verosimilitud teórica, en tanto se observa una mayor caída en el número de ocupados en los sectores orientados a producir bienes y/o servicios en etapas más alejadas del consumo final.
- Finalmente, se logra apreciar un crecimiento entre el primer y segundo lustro de los noventa de la participación sobre el nivel de PIB agregado de los sectores de servicios y minería, y una fuerte disminución en el peso de los sectores de industria, sector agropecuario y construcción.

- **Efecto macroeconómico IV: Un incremento en los tipos de interés, por lo general, a niveles superiores a los existentes previo a la política monetaria expansiva**

¿Qué sugieren los datos?

A continuación, el gráfico IX presenta la evolución de las tasas de interés reales activas y pasivas (promedios efectivos anuales) para el periodo comprendido entre 1988 y 2004.

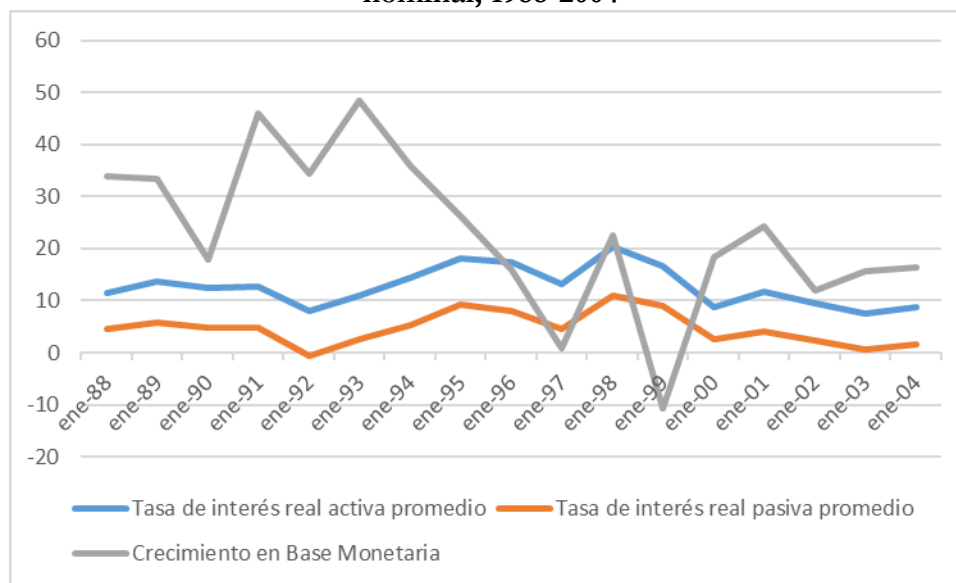
Gráfico IX. Evolución de tasas de interés real, 1988-2004



Fuente: Construcción propia basada en estimaciones de Ocampo y Romero (2015, págs. 334-335).

Adicionalmente, el gráfico X presenta un contraste entre la evolución de las tasas de interés y el crecimiento interanual de la base monetaria en términos nominales para el periodo 1988-2004.

Gráfico X. Evolución de tasas de interés y tasa de crecimiento de la base monetaria nominal, 1988-2004



Fuente: Estimaciones de Ocampo y Romero (2015) y series históricas del DNP.

A partir de los anteriores gráficos se puede observar lo siguiente:

- Efectivamente, las tasas medias reales de interés (activas y pasivas) alcanzan máximos históricos¹⁵ en 1998.
- En 1997 la base monetaria no creció en términos nominales y en 1999 su tasa de crecimiento fue negativa respecto a 1998, lo cual evidencia un proceso de contracción monetaria entre 1998 y 1999.

¿Qué ocurrió en realidad?

Entre todos los efectos macroeconómicos planteados, este es uno de los más evidentes y relevantes. Su consumación implicaría la implosión de la burbuja inmobiliaria y la puerta de entrada a una de las crisis más severas en la historia económica del país.

Con la crisis del baht tailandés en 1997 y, especialmente, la crisis del rublo ruso en 1998, el vigoroso flujo del capital extranjero hacia Colombia y otros países en desarrollo se revirtió. La percepción de riesgo estimuló en Colombia un proceso de fuga de capitales que coincidió con un empeoramiento en los términos de intercambio entre 1997 y 1999. Esto repercutió en

¹⁵ El promedio de las tasas de interés reales activas en 1998 (20,4%) es uno de los más altos del siglo XX, mayor al promedio de 1983-1984 y similar al de 1932. Véase al respecto, Ocampo (2015).

una considerable presión al alza en el tipo de cambio, la cual se vio reforzada por una ola de ataques especulativos contra la banda cambiaria¹⁶.

Pese a la recia presión sobre el techo de la banda cambiaria, el Banco de la República tomó la decisión de mantenerla a lo largo del primer semestre de 1998 y, adicionalmente, decidió no compensar el efecto monetario de la venta de reservas internacionales necesaria para defenderla (Ocampo, 2015). Esto implicó no sólo un alza en las tasas de interés a niveles superiores a los máximos experimentados en la crisis financiera previa (1982-1986), sino también una de las políticas monetarias más contraccionistas en la historia económica del país.

“La defensa de la banda cambiaria produjo una dramática alza de las tasas de interés durante el primer semestre de 1998 que, aunque se moderó con posterioridad, mantuvo dichas tasas en niveles muy altos. De hecho, en términos reales, las tasas de interés alcanzaron a superar en 1998 el pico previo, alcanzado en 1983, pero ahora su efecto fue más marcado, debido a los mayores niveles de endeudamiento” (Ocampo, 2015, pág. 127).

“Desde el punto de vista interno, lo que implicaron estos giros de la política del Banco de República, en su primera etapa como autoridad autónoma, fue que la política monetaria procíclica de carácter fuertemente expansionista de 1992-1994, fue sucedida tiempo después, en 1998-1999, por una política monetaria también procíclica, pero ahora de corte fuertemente contraccionista. El país no tenía precedentes ni de una ni de otra. De esta manera, así como la expansión de la demanda agregada en 1992-1994 no tenía antecedentes, tampoco lo tuvo la contracción de la demanda, que después de una pequeña caída en 1998 tuvo un verdadero colapso en 1999, cuando cayó cerca del 10%” (Ocampo, 2015, pág. 112).

- **Efecto macroeconómico V: Efecto Ricardo**

¿Qué sugieren los datos?

Algunas anotaciones previas:

En las Cuentas Nacionales se suele calcular el nivel de actividad económica agregada desde un enfoque de ingresos. Este cálculo, a su vez, suele desagregarse en cuatro partidas: remuneración a asalariados, ingreso mixto bruto (partida que se presenta en forma explícita desde 1994), excedente bruto de explotación, e impuestos y subvenciones. En el gráfico XI empleamos como variables proxy de la masa salarial y los ingresos relativos al factor capital la remuneración a asalariados y el excedente bruto de explotación, respectivamente.

La metodología planteada previamente tiene un problema: los rubros de remuneración a asalariados y excedente bruto de explotación no incorporan las rentas generadas por trabajadores independientes. Zuleta et al. (2005) lograron construir unas series para la

¹⁶ Los inversionistas colombianos le apostaban a que el gobierno iba a tener que modificar la banda cambiaria al alza. Por consiguiente, buscaban comprar divisas baratas para venderlas posteriormente más caras, una vez el Banco de la República modificase la banda. Véase al respecto, Gómez Mejía (2007).

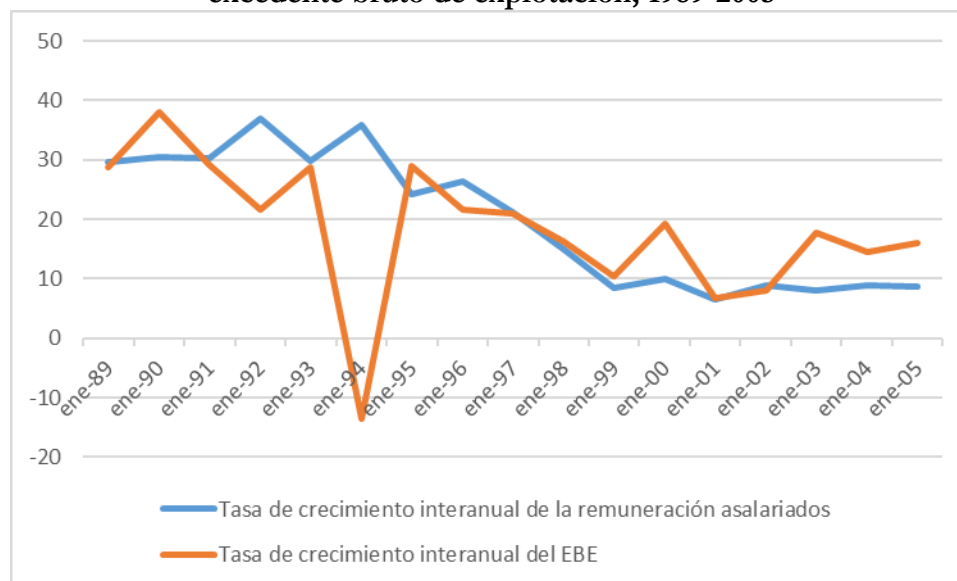
participación del factor capital físico y el factor trabajo sobre el ingreso agregado total, las cuales incorporan las rentas generadas por trabajadores independientes (extrayéndolas del rubro de ingreso mixto bruto). En el gráfico XII emplearemos dichas series como proxy de las rentas factoriales agregadas.

Ahora bien, la ocurrencia de este efecto macroeconómico podría evidenciarse al menos de tres formas:

- Una caída en los ingresos agregados relativos al factor capital poco antes de 1998.
- Un incremento en la masa salarial o una reducción en el desempleo producto de la sustitución interfactorial justo antes de la crisis.
- Una alteración en las participaciones factoriales sobre el ingreso agregado total en detrimento de la participación concerniente al capital antes de 1998.

En seguida, el Gráfico XI presenta las tasas de crecimiento interanual para la remuneración a asalariados y el excedente bruto de explotación entre 1989 y 2005.

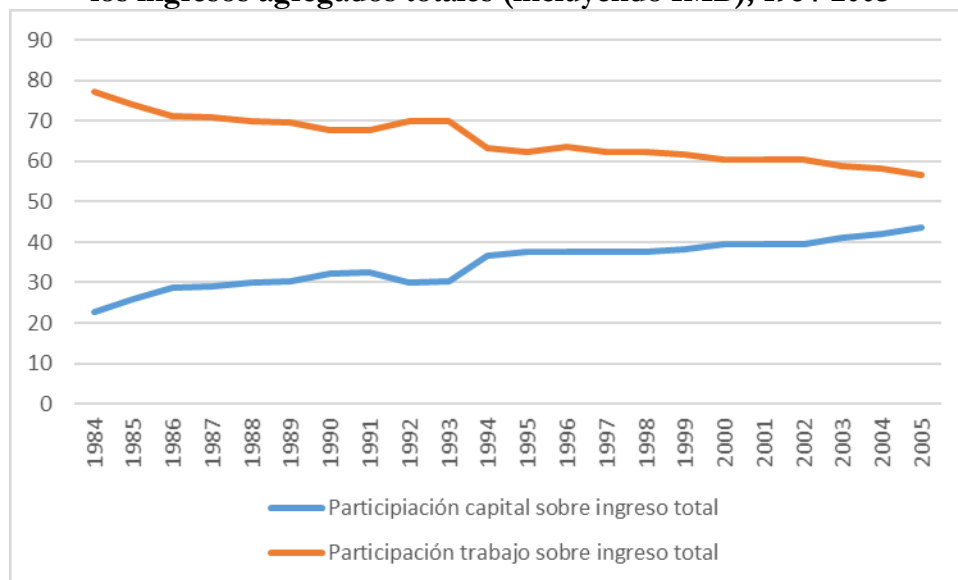
Gráfico XI. Tasas de crecimiento interanual para remuneración a asalariados y excedente bruto de explotación, 1989-2005



Fuente: Construcción propia, basada en Cuentas Nacionales del DANE.

Asimismo, el gráfico XII presenta la evolución de las participaciones factoriales sobre el ingreso agregado total, incluyendo ingresos mixtos brutos (IMB), durante el periodo 1984-2005.

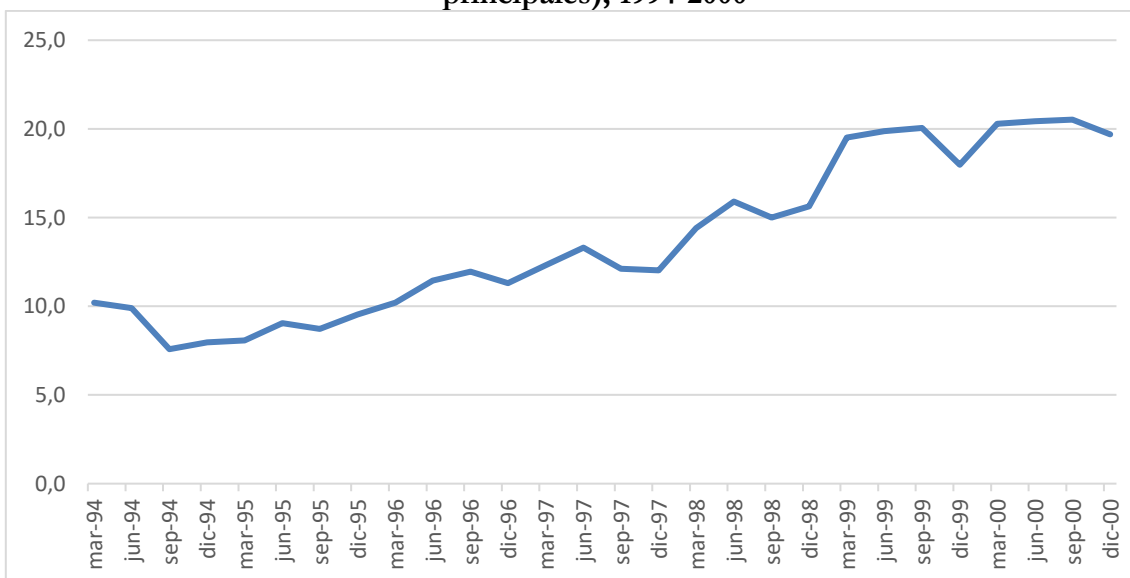
Gráfico XII. Participación (%) de los ingresos del factor trabajo y el factor capital sobre los ingresos agregados totales (incluyendo IMB), 1984-2005



Fuente: Construcción propia basada en cifras de Zuleta et. al. (2006).

Finalmente, el gráfico XIII presenta la evolución de la tasa de desempleo en las siete ciudades principales de Colombia durante el periodo comprendido entre 1994 y 2000.

Gráfico XIII. Evolución trimestral (%) de tasa de desempleo (siete ciudades principales), 1994-2000



Fuente: Construcción propia, basada en series históricas del DNP.

De la información previamente expuesta se observa lo siguiente:

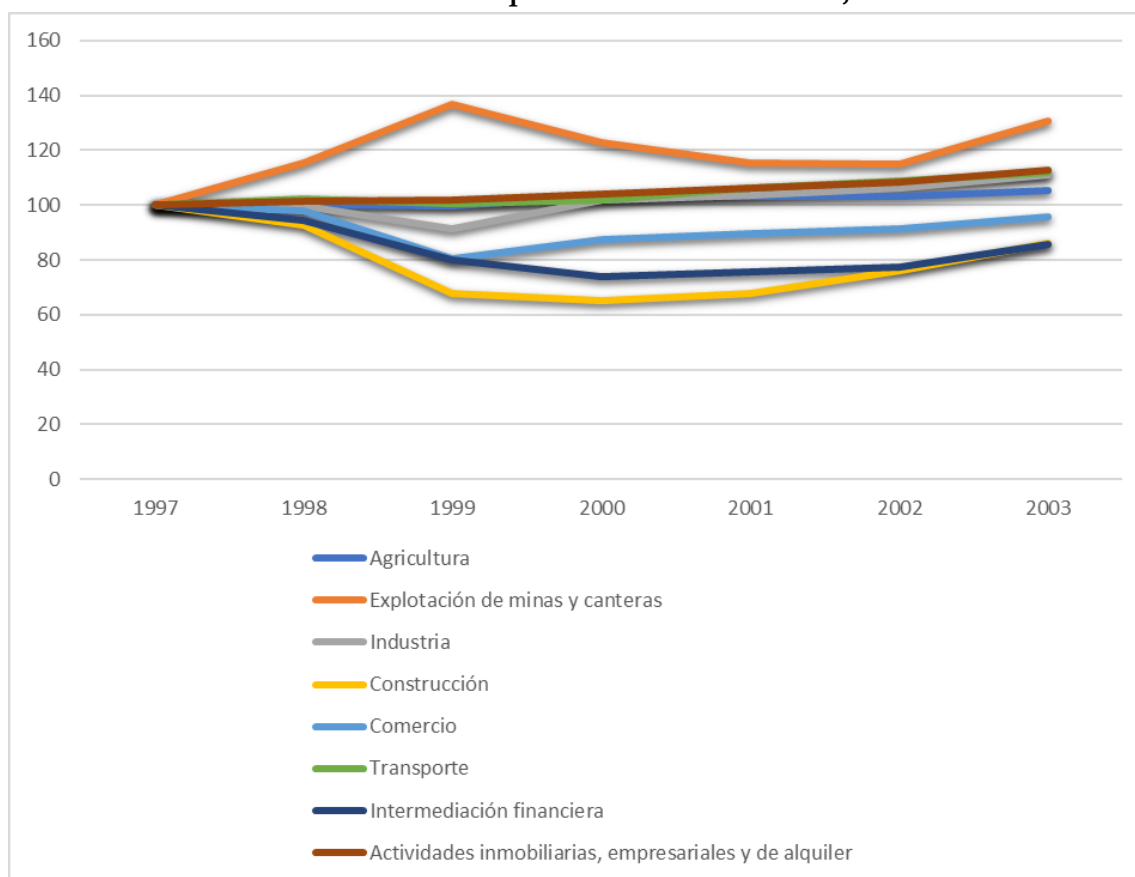
- Hay una caída importante en los ingresos relativos al factor capital (EBE) en 1994.

- Una vez se incluye el rubro de IMB sobre las remuneraciones factoriales, a partir de 1993 pareciese existir un crecimiento sostenido en la participación de los ingresos del capital sobre los ingresos factoriales totales, a costa de una menor participación de los ingresos laborales.
 - No existe evidencia de una caída significativa en el desempleo previo a 1998.
- **Efecto macroeconómico VI: Proceso generalizado de quiebras, con mayor rigurosidad en los sectores económicos orientados a la producción de bienes de capital**

¿Qué sugieren los datos?

A continuación, se presenta en el Gráfico XIV la evolución entre 1997 y 2003 del PIB real (en pesos colombianos de 1994) para ocho sectores de la economía colombiana. Las cifras se indexan con año base 1997.

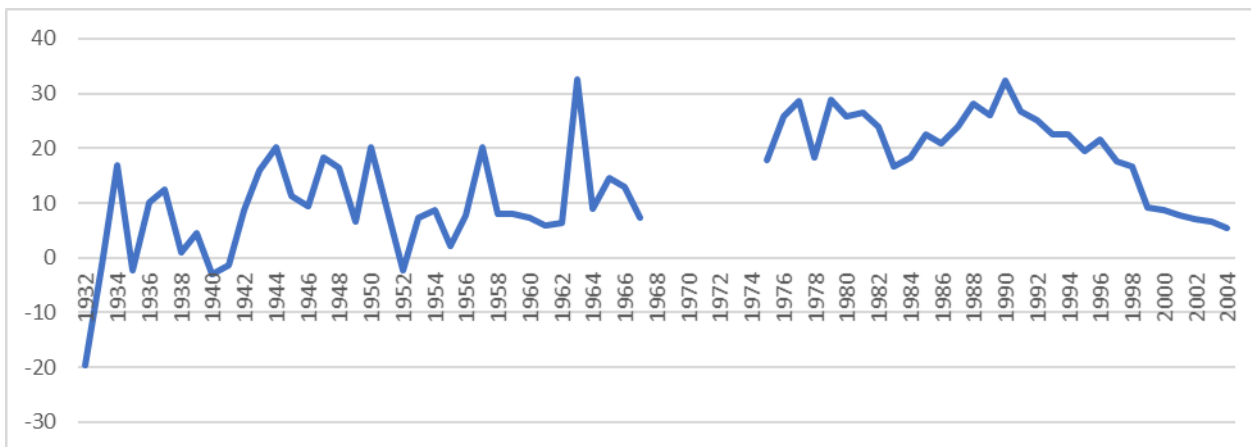
Gráfico XIV. PIB real por sectores económicos, 1997-2003



Fuente: Construcción propia, basada en cifras de Cuentas Nacionales del DANE (año base: 1994).

Adicionalmente, el gráfico XV muestra la evolución en la tasa de inflación anual medida mediante el IPC, entre 1932 y 2004.

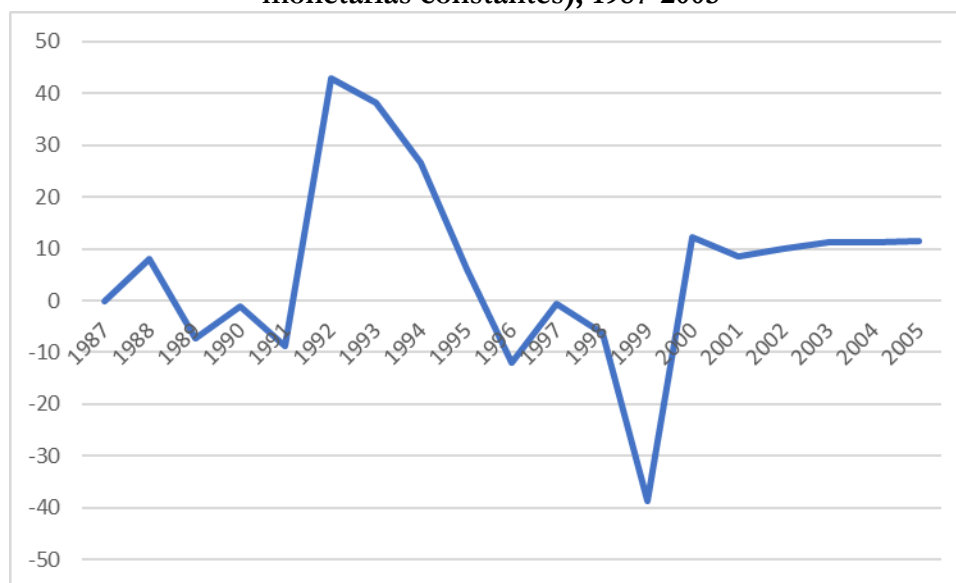
Gráfico XV. Evolución de tasa de inflación anual, 1932-2004



Fuente: Construcción propia, basada en cifras de Romero (2005) y Ocampo y Romero (2015).

Finalmente, el Gráfico XVI describe la tasa de crecimiento anual de la formación bruta de capital entre 1987 y 2005.

Gráfico XVI. Tasa de crecimiento anual (%) en formación bruta de capital (unidades monetarias constantes), 1987-2005



Fuente: Construcción propia, basada en datos del Banco Mundial.

De los gráficos anteriores puede observarse lo siguiente:

- Los procesos generalizados de quiebras producto de la crisis colombiana de 1998-2003 se centraron en tres sectores: construcción, actividades de intermediación financiera y comercio.

- La caída en la producción del sector construcción anticipó y superó en magnitud a la caída en los otros sectores analizados.
- Un sector económico que no se vio perjudicado por la crisis, e incluso creció entre 1997 y 1999, es el de explotación de minas y canteras, el cual está relativamente alejado del consumo final.
- El contraste entre lo ocurrido para el sector construcción y lo ocurrido para el sector de actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, refleja cómo en lo relativo a la producción de vivienda las dificultades se concentraron en mayor medida en las etapas más alejadas del consumo final.
- La tendencia del desempleo al alza se exacerbó a partir de 1997.
- La tasa de inflación anual cayó a niveles por debajo del 10% en 1999.
- La tasa de crecimiento anual de la formación bruta de capital fue negativa entre 1996 y 1999, evidenciándose una fuerte caída en 1999.

B. Resumen de los hallazgos más relevantes

En seguida, presentamos un cuadro con la síntesis de la información relativa a cuáles efectos macroeconómicos se dieron (y cuáles no), con su respectiva justificación.

Cuadro V. Efectos macroeconómicos de la teoría austriaca del ciclo que se evidenciaron en la crisis colombiana de 1998-2003

Etapas del típico ciclo económico según la escuela austriaca	¿Se dio en la crisis económica colombiana de 1998-2003?	Justificación
Causa del desequilibrio: Una política monetaria expansiva y/o un abaratamiento en el costo del crédito producto de decisiones de política económica.	Sí	La base monetaria creció en términos reales cerca de un 80% entre 1992 y 1993. Dicho crecimiento puede considerarse como una de las políticas monetarias más expansivas en la historia económica del país.
Efecto macroeconómico I: Un alza en el precio de los factores productivos, principalmente salarios.	Sí	Existió un incremento generalizado en los ingresos laborales medios entre 1992 y 1997. Entre los sectores de baja remuneración (según CIU), la construcción evidenció el mayor crecimiento en el

		número de ocupados en 1992, 1994 y 1995.
Efecto macroeconómico II: Un alza en el precio relativo de los bienes de consumo final en términos de los bienes de capital.	Sí	El precio de los bienes y servicios representativos del consumo de los hogares colombianos creció más rápidamente que el precio de los bienes en el primer canal de distribución entre 1992 y 1999. En 1993, coexiste una aceleración en el crecimiento del precio de la vivienda usada (bien de consumo durable) y una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los bienes en el primer canal de distribución.
Efecto macroeconómico III: Un aumento en los beneficios contables de aquellas empresas que producen bienes en etapas más próximas al consumo final.	No, partiendo de la hipótesis de que los sectores más rentables tienden a expandir su participación sobre el nivel de actividad económica agregada.	La proximidad al consumo final no explica el crecimiento de los distintos sectores de la economía colombiana para el segundo lustro de los noventa. Un sector muy alejado del consumo final mostró gran dinamismo (explotación de minas y canteras) y varios sectores muy próximos al consumo final mostraron un enorme deterioro (intermediación financiera y restaurantes y hotelería).
Efecto macroeconómico IV: Un incremento en los tipos de interés, por lo general, a niveles superiores a los existentes previo a la política monetaria expansiva.	Sí	En 1998 la tasa media activa de interés real exhibe máximos históricos para la segunda mitad del siglo XX, superando el pico de la crisis financiera previa.

Efecto macroeconómico V: Efecto Ricardo.	Indeterminado	La evidencia se torna contradictoria cuando se incorpora el rubro de IMB. No parece existir una caída significativa en el desempleo antes de la crisis. Si bien se logró evidenciar una caída considerable del EBE para 1994, al incluir el IMB sobre las remuneraciones de los factores capital y trabajo, pareciera como si la participación del capital sobre el ingreso total creciese a partir de 1993.
Efecto macroeconómico VI: Proceso generalizado de quiebras, con mayor rigurosidad en los sectores económicos orientados a la producción de bienes de capital, un incremento en el desempleo, una caída generalizada en precios y salarios, una reducción en el stock de capital agregado y una estructura de producción más corta (reducción de la producción de bienes más alejados del consumo).	Sí	El sector de mayor contracción fue construcción, sector que absorbió en gran proporción el crecimiento de los medios fiduciarios. Adicionalmente, hubo un aumento en el desempleo, una caída en los ritmos de inflación y en los salarios reales medios y una estrepitosa caída en la tasa anual de crecimiento de la formación bruta de capital.

Fuente: Construcción propia.

En cuanto al orden de ocurrencia de los efectos macroeconómicos que se señalaron como existentes (efectos I, II, IV y VI), encontramos que ocurrieron en el orden secuencial planteado por la teoría. La política monetaria expansiva se dio entre 1992 y 1993, el alza generalizada en ingresos laborales medios entre 1992 y 1995, el crecimiento en los precios relativos de los bienes de consumo en términos de los bienes de capital entre 1992 y 1999 (con especial notoriedad en lo relativo al repunte en los precios de la vivienda entre 1994 y 1996), el incremento en tasas de interés se dio en 1998, y el proceso generalizado de quiebras entre 1998 y 2003 (siendo 1999 y 2000 los peores años).

III. Conclusiones

La crisis económica colombiana de 1998-2003 tuvo múltiples causas: las reformas financieras de principios de los noventa y sus efectos sobre las CAV; la coexistencia entre un tipo de cambio sobrevaluado, un profundo déficit en cuenta corriente y un auge de financiamiento externo; las consecuencias del marchitamiento de los fondos de fomento sobre las principales instituciones de banca pública y una regulación financiera laxa y heterogénea, entre otras.

Desde la perspectiva austriaca, se resalta la política monetaria de la década de los noventa como la causa del ciclo económico. La fuerte expansión monetaria de 1992-1993 produjo una burbuja inmobiliaria que colapsó en 1998, producto de una estrepitosa alza en las tasas de interés. La decisión del Banco de la República de no esterilizar los efectos monetarios de la venta de reservas internacionales para mantener la banda cambiaria en el primer semestre de 1998 fue el detonante de la crisis.

Respecto a los seis efectos macroeconómicos planteados por Huerta de Soto (2012), encontramos que cuatro fueron consistentes con la evidencia empírica de la economía colombiana (I, II, IV y VI), uno no se pudo probar (V) y el otro no resultó ser verosímil (III).

La teoría austriaca del ciclo económico explica la crisis colombiana de 1998-2003 como producto de un proceso de descoordinación entre ahorros e inversiones derivado de tasas de interés artificialmente bajas. Entre 1972 y principios de los noventa, los colombianos se vieron incentivados a adquirir créditos hipotecarios a largo plazo con tasas de interés fuertemente subsidiadas. Con la eliminación del FAVI, la anulación del monopolio sobre los créditos en UPAC de las CAV y la indexación de las TCM a las tasas CDT, los créditos hipotecarios quedaron a merced de los vaivenes de corto plazo de las tasas de interés de mercado. Con la severa contracción monetaria de 1998 y la subsecuente desaceleración económica, los precios de la vivienda cayeron, el costo del endeudamiento creció abrupta y súbitamente y tanto las cuotas como los saldos en UPAC se dispararon, generando un colapso financiero e inmobiliario.

Este trabajo ilustra cómo la teoría austriaca del ciclo económico, aplicada al caso colombiano, subraya la no neutralidad del dinero y las inexorables consecuencias de ignorar el rol de las tasas de interés como instrumento de coordinación entre los planes intertemporales de consumo y de producción. Así mismo, el trágico desenlace del sistema UPAC constituye una aplicación de la lógica subyacente al teorema de imposibilidad del cálculo enunciado por la escuela austriaca¹⁷, tema que amerita estudios futuros.

Finalmente, resaltamos que la precariedad en materia de información estadística disponible nos impide realizar un análisis econométrico riguroso en lo relativo a determinar posibles relaciones estadísticas de causalidad.

¹⁷ Véase al respecto Huerta de Soto (2015).

Referencias bibliográficas

- Bismans, F., & Mougeot, C. (2009). Austrian business cycle theory: Empirical evidence. *The Review of Austrian Economics*. Vol. 22 Núm 3, pág. 241-257.
- Cachanosky, N. (2014). The effects of U.S. monetary policy on Colombia and Panama (2002-2007). *The Quarterly Review of Economics and Finance*. Vol. 54 Núm 3, pág. 428-436.
- Cano, C. (2007). Ciclo económico de Colombia: Una mirada desde la teoría austriaca (1994-2004). *Ecos de Economía No. 25*, pág. 219-241.
- Cárdenas, M., & Badel, A. (2003). La crisis de financiamiento hipotecario en Colombia: Causas y Consecuencias. Documento No. 500, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Contraloría General de la República. (2000). *Situación de la deuda pública, 1999*. Bogotá.
- Contraloría General de la República. (2011). *Situación de la deuda pública colombiana*. Bogotá.
- Cubillos, M., & Navas, V. (2000). Inversión extranjera directa en Colombia: Características y tendencias. *Boletines de divulgación económica: Inversión Extranjera (DNP)*, pág. 6-39.
- Escuela Nacional Sindical. (2001). Banco de datos económicos y sociales de la economía colombiana durante la década de los noventa. Medellín.
- Fogafín. (2009). Crisis financiera colombiana en los años noventa: Origen, resolución y lecciones institucionales. *Universidad Externado de Colombia, Facultad de Economía*.
- Gaviria, A. (2010). Cambio social en Colombia durante la segunda mitad del siglo XX. *Serie Documentos CEDE, 2010-30*.
- Gómez Mejía, A. (2007). ¿Se volverá a equivocar el Banco de la República? Dejen flotar la tasa de cambio. *Revista Entramado, Vol.3 No. 1*, pág. 66-73.
- Hayek, F.A. (1935). *Prices and production*. Second edition. New York: Augustus M. Kelly.
- Hernández, G., & Piraquive, G. (2014). Evolución de los precios de la vivienda en Colombia. *Dirección de Estudios Económicos, DNP*.
- Huerta de Soto, J. (2012). *Money, bank credit and economic cycles*. Tercera edición. Auburn: Ludwig Von Mises Institute.
- Huerta de Soto, J. (2015). *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*. Quinta edición. Madrid: Unión Editorial SA.
- Kalmanovitz, S., & Avella, M. (1998). Barreras del Desarrollo Financiero: Las instituciones monetarias colombianas en la década de 1950. *Borradores de Economía No. 104*.

López Castaño, H. (2012). El mercado laboral colombiano: Tendencias de largo plazo. In L. E. Arango, & F. Hamann, *El mercado de trabajo en Colombia: Hechos, tendencias e instituciones* (pp. 81-131). Bogotá.

Menger, C. (1871). *Grundsätze der Volkswirtschaftslehre*. Traducción de Marciano Villanueva, presentación de José Luis Oller e introducción de Friedrich A. Hayek. *Principios de Economía Política*. Barcelona: Folio, Biblioteca de Economía, 1996.

Mises, L. V. (1949). *La acción humana*. Décimotercera edición. Madrid: Unión Editorial.
Ocampo, J. A. (2015). *Una Historia del Sistema Financiero Colombiano, 1951-2014*. Bogotá: El Tiempo Casa Editorial S.A.

Ocampo, J. A., & Romero, C. A. (2015). La Búsqueda, Larga e Inconclusa, de un Nuevo Modelo. In J. A. Ocampo, *Historia económica de Colombia* (pp. 293-372). Bogotá: Fondo de Cultura Económica.

Pineda, C. J., Castillo, M., Pardo, E., & Palacios, N. (2006). *Cooperativismo mundial*. Bogotá: Consultamerica.

Romero, A. (2005). El Tipo de Cambio en Colombia, 1932-1974. *Tesis Doctoral*. Universidad Autónoma de Barcelona.

Uribe, J. D. (1995). Flujos de Capital en Colombia, 1978-1994. *Revista del Banco de la República*. Vol. 68 Núm 807, pág. 48-72.

Urrutia, M. (1999). Antecedentes de la recesión y estrategias de reactivación. *Nota Editorial*, *Revista del Banco de la República*, No. 859, pág. 5.

Urrutia, M., & Ruiz, M. (2010). Ciento Setenta Años de Salarios Reales en Colombia. *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 28, no. 63.

Zuleta, H., Parada, J., García, A., & Campo, J. (2008). Capital Natural, Capital Humano y Participación de los Factores: Una Revisión de los Métodos de Medición del Crecimiento Económico. *Serie Documentos de Trabajo*, No. 41. Universidad del Rosario.

Borradores del CIE

No.	Título	Autor(es)	Fecha
01	Organismos reguladores del sistema de salud colombiano: conformación, funcionamiento y responsabilidades.	Durfari Velandia Naranjo Jairo Restrepo Zea Sandra Rodríguez Acosta	Agosto de 2002
02	Economía y relaciones sexuales: un modelo económico, su verificación empírica y posibles recomendaciones para disminuir los casos de sida.	Marcela Montoya Múnera Danny García Callejas	Noviembre de 2002
03	Un modelo RSDAIDS para las importaciones de madera de Estados Unidos y sus implicaciones para Colombia	Mauricio Alviar Ramírez Medardo Restrepo Patiño Santiago Gallón Gómez	Noviembre de 2002
04	Determinantes de la deserción estudiantil en la Universidad de Antioquia	Johanna Vásquez Velásquez Elkin Castaño Vélez Santiago Gallón Gómez Karoll Gómez Portilla	Julio de 2003
05	Producción académica en Economía de la Salud en Colombia, 1980-2002	Karem Espinosa Echavarría Jairo Humberto Restrepo Zea Sandra Rodríguez Acosta	Agosto de 2003
06	Las relaciones del desarrollo económico con la geografía y el territorio: una revisión.	Jorge Lotero Contreras	Septiembre de 2003
07	La ética de los estudiantes frente a los exámenes académicos: un problema relacionado con beneficios económicos y probabilidades	Danny García Callejas	Noviembre de 2003
08	Impactos monetarios e institucionales de la deuda pública en Colombia 1840-1890	Angela Milena Rojas R.	Febrero de 2004
09	Institucionalidad e incentivos en la educación básica y media en Colombia	David Fernando Tobón Germán Darío Valencia Danny García Guillermo Pérez Gustavo Adolfo Castillo	Febrero de 2004
10	Selección adversa en el régimen contributivo de salud: el caso de la EPS de Susalud	Johanna Vásquez Velásquez Karoll Gómez Portilla	Marzo de 2004
11	Diseño y experiencia de la regulación en salud en Colombia	Jairo Humberto Restrepo Zea Sandra Rodríguez Acosta	Marzo de 2004
12	Economic Growth, Consumption and Oil Scarcity in Colombia: A Ramsey model, time series and panel data approach	Danny García Callejas	Marzo de 2005
13	La competitividad: aproximación conceptual desde la teoría del crecimiento y la geografía económica	Jorge Lotero Contreras Ana Isabel Moreno Monroy Mauricio Giovanni Valencia Amaya	Mayo de 2005
14	La curva Ambiental de Kuznets para la calidad del agua: un análisis de su validez mediante raíces unitarias y cointegración	Mauricio Alviar Ramírez Catalina Granda Carvajal Luis Guillermo Pérez Puerta Juan Carlos Muñoz Mora Diana Constanza Restrepo Ochoa	Mayo de 2006
15	Integración vertical en el sistema de salud colombiano: Aproximaciones empíricas y análisis de doble marginalización	Jairo Humberto Restrepo Zea John Fernando Lopera Sierra Sandra Rodríguez Acosta	Mayo de 2006
16	Cliometrics: a market account of a scientific community (1957-2005)	Angela Milena Rojas	Septiembre de 2006
17	Regulación ambiental sobre la contaminación vehicular en Colombia: ¿hacia dónde vamos?	David Tobón Orozco Andrés Felipe Sánchez Gandur Maria Victoria Cárdenas Londoño	Septiembre de 2006
18	Biology and Economics: Metaphors that Economists usually take from Biology	Danny García Callejas	Septiembre de 2006

19	Perspectiva Económica sobre la demanda de combustibles en Antioquia	Elizeth Ramos Oyola Maria Victoria Cárdenas Londoño David Tobón Orozco	Septiembre de 2006
20	Caracterización económica del deporte en Antioquia y Colombia: 1998-2001	Ramón Javier Mesa Callejas Rodrigo Arboleda Sierra Ana Milena Olarte Cadavid Carlos Mario Londoño Toro Juan David Gómez Gonzalo Valderrama	Octubre de 2006
21	Impacto Económico de los Juegos Deportivos Departamentales 2004: el caso de Santa Fe De Antioquia	Ramón Javier Mesa Callejas Ana Milena Olarte Cadavid Nini Johana Marín Rodríguez Mauricio A. Hernández Monsalve Rodrigo Arboleda Sierra	Octubre de 2006
22	Diagnóstico del sector deporte, la recreación y la educación física en Antioquia	Ramón Javier Mesa Callejas Rodrigo Arboleda Sierra Juan Francisco Gutiérrez Betancur Mauricio López González Nini Johana Marín Rodríguez Nelson Alveiro Gaviria García	Octubre de 2006
23	Formulación de una política pública para el sector del deporte, la recreación y la educación física en Antioquia	Ramón Javier Mesa Callejas Rodrigo Arboleda Sierra Juan Francisco Gutiérrez Betancur Mauricio López González Nini Johana Marín Rodríguez Nelson Alveiro Gaviria García	Octubre de 2006
24	El efecto de las intervenciones cambiarias: la experiencia colombiana 2004-2006	Mauricio A. Hernández Monsalve Ramón Javier Mesa Callejas	Octubre de 2006
25	Economic policy and institutional change: a context-specific model for explaining the economic reforms failure in 1970's Colombia	Angela Milena Rojas	Noviembre de 2006
26	Definición teórica y medición del Comercio Intraindustrial	Ana Isabel Moreno M. Héctor Mauricio Posada D	Noviembre de 2006
Borradores Departamento de Economía			
27	Aportes teóricos al debate de la agricultura desde la economía	Marleny Cardona Acevedo Yady Marcela Barrero Amortegui Carlos Felipe Gaviria Garcés Ever Humberto Álvarez Sánchez Juan Carlos Muñoz Mora	Septiembre de 2007
28	Competitiveness of Colombian Departments observed from an Economic geography Perspective	Jorge Lotero Contreras Héctor Mauricio Posada Duque Daniel Valderrama	Abril de 2009
29	La Curva de Engel de los Servicios de Salud En Colombia. Una Aproximación Semiparamétrica	Jorge Barrientos Marín Juan Miguel Gallego Juan Pablo Saldarriaga	Julio de 2009
30	La función reguladora del Estado: ¿qué regular y por qué?: Conceptualización y el caso de Colombia	Jorge Hernán Flórez Acosta	Julio de 2009
31	Evolución y determinantes de las exportaciones industriales regionales: evidencia empírica para Colombia, 1977-2002	Jorge Barrientos Marín Jorge Lotero Contreras	Septiembre de 2009
32	La política ambiental en Colombia: Tasas retributivas y Equilibrios de Nash	Medardo Restrepo Patiño	Octubre de 2009
33	Restricción vehicular y regulación ambiental: el programa "Pico y Placa" en Medellín	David Tobón Orozco Carlos Vasco Correa Blanca Gómez Olivo	Mayo de 2010
34	Corruption, Economic Freedom and Political Freedom in South America: In Pursuit of the missing Link	Danny García Callejas	Agosto de 2010

35	Karl Marx: dinero, capital y crisis	Ghislain Deleplace	Octubre de 2010
36	Democracy and Environmental Quality in Latin America: A Panel System of Equations Approach, 1995-2008	Danny García Callejas	Noviembre de 2010
37	Political competition in dual economies: clientelism in Latin America	Angela M.Rojas Rivera	Febrero de 2011
38	Implicaciones de Forward y Futuros para el Sector Eléctrico Colombiano	Duvan Fernando Torres Gómez Astrid Carolina Arroyave Tangarife	Marzo de 2011
39	Per Capita GDP Convergence in South America, 1960-2007	Danny García Callejas	Mayo de 2011
40	Efectos del salario mínimo sobre el estatus laboral de los jóvenes en Colombia	Yenny Catalina Aguirre Botero	Agosto de 2011
41	Determinantes del margen de intermediación en el sector bancario colombiano para el periodo 2000 – 2010	Perla Escobar Julián Gómez	Septiembre de 2011
42	Tamaño óptimo del gasto público colombiano: una aproximación desde la teoría del crecimiento endógeno	Camilo Alvis Cristian Castrillón	Septiembre de 2011
43	Estimación del stock de capital humano bajo la metodología Jorgenson-Fraumeni para Colombia 2001-2009	Juan David Correa Ramírez Jaime Alberto Montoya Arbeláez	Septiembre de 2011
44	Estructura de ingresos para trabajadores asalariados y por cuenta propia en la ciudad de Ibagué	José Daniel Salinas Rincón Daniel Aragón Urrego	Noviembre de 2011
45	Identificación y priorización de barreras a la eficiencia energética: un estudio en microempresas de Medellín	Juan Gabriel Vanegas Sergio Botero Botero	Marzo de 2012
46	Medición del riesgo sistémico financiero en estudios de historia económica. Propuesta metodológica y aplicación para la banca libre en Antioquia, 1888	Javier Mejía Cubillos	Mayo de 2012
47	El tiempo, el éter que lo cubre todo: Un análisis de la temporalidad en la economía política de Karl Marx	Germán Darío Valencia Agudelo	Septiembre de 2012
48	Características de la Población Ocupada en Colombia: Un análisis del perfil de los formales e informales	José Daniel Salinas Rincón Sara Isabel González Arismendy Leidy Johana Marín	Octubre de 2012
49	Desarrollo económico Territorial: El caso del Cluster TIC, Medellín y Valle de Aburrá. Propuesta de fomento y consolidación de la industria de Contenidos Digitales	Felipe Molina Otálvaro Pablo Barrera Bolaños Tulio Montemiranda Aguirre	Noviembre de 2012
50	Análisis de la interacción entre las autoridades monetaria y fiscal en Colombia (1991-2011). Una aplicación desde la teoría de juegos	Sebastián Giraldo González Edwin Esteban Torres Gómez Ana Cristina Muñoz Toro	Enero de 2013
51	Tangible Temptation in the Social Dilema: Cash, Cooperation, and Self Control	Kristian Ove R. Myrseth Gerhard Riener Conny Wollbrant	Mayo de 2013
52	Análisis de las disparidades regionales en Colombia: una aproximación desde la estadística espacial, 1985 – 2010	Jhonny Moncada Osmar Leandro Loaiza Quintero	Octubre de 2013
53	Modelo VECM para estimar relaciones de largo plazo de un indicador de liquidez y sus determinantes	Wilman A. Gómez John F. Lopera	Noviembre de 2013
54	Informality and Macroeconomic Volatility: Do Credit Constraints Matter?	Catalina Granda Carvajal	Enero de 2015
55	¿Debería la Historia del Pensamiento Económico ser incluida en los Planes de Estudio de Economía en Pregrado?	Alessandro Roncaglia	Junio de 2015
56	A Comparative Analysis of Political Competition and Local Provision of Public Goods: Brazil, Colombia and Mexico (1991-2010)	Ángela M. Rojas Rivera Carlos A. Molina Guerra	Octubre de 2015
57	Economía, gestión y fútbol: de la pasión a la sostenibilidad financiera	Ramón Javier Mesa Callejas Jair Albeiro Osorio Agudelo Carlos Eduardo Castaño Rios	Julio de 2016

58	Desarrollo económico y espacial desigual: panorama teórico y aproximaciones al caso colombiano	Angela Milena Rojas Rivera Juan Camilo Rengifo López	Noviembre de 2016
59	Extent of Expected Pigouvian Taxes and Permits for Environmental Services in a General Equilibrium Model with a natural capital constraint	David Tobón Orozco Carlos Molina Guerra John Harvey Vargas Cano	Noviembre de 2016
60	Riesgo idiosincrático y retornos en el mercado accionario de Colombia	Carlos Andrés Barrera Montoya	Enero de 2017
61	Incidencia de los flujos de capital en la política monetaria de Colombia, 1996-2011	Deivis Agudelo Hincapié Alexis Arias Saavedra Julián Jiménez Mejía	Enero de 2017
62	Sobre los fundamentales del precio de la energía eléctrica: evidencia empírica para Colombia	Jorge Barrientos Marín Monica Toro Martínez	Marzo de 2017
63	Desarrollo económico local y género en ámbitos territoriales rurales: el caso de la zona Liborina-Sabanalarga, Antioquia, Colombia	Harold Cardona Trujillo Jorge Lotero Contreras Paula Andrea Galeano Morales Alix Bibiana Gómez Robinson Garcés Marín	Mayo de 2017
64	Recursos y capacidades para el desarrollo económico local en Buriticá Antioquia	Tatiana María Colorado Marín Juan David Franco Henao Yesica Rangel Villada	Junio de 2017
65	Panel de VAR: Una aplicación en la movilidad de factores de producción en la integración económica Alianza del Pacífico	Carlos Andrés Villarreal Restrepo	Junio de 2017
66	Cálculo de un WACC diferenciado por región para proyectos de generación de electricidad con fuentes renovables en Colombia	Jorge Barrientos Marín Fernando Villada Duque	Agosto de 2017
67	La determinación de los precios en la teoría económica de Sir James Steuart	Alexander Tobon Arias	Agosto de 2017
68	La teoría macroeconómica de John Maynard Keynes	Ghislain Deleplace	Octubre de 2017
69	Revisión general de la producción académica en historia empresarial colombiana publicada en revistas académicas 1984-2016	Tatiana González Lopera	Noviembre de 2017
70	Una regla empírica de tasa de interés de política monetaria para una economía emergente, pequeña y abierta	Jaime Montoya Ramirez	Noviembre de 2017
71	Los salarios y la fatiga acumulada: una revisión de la teoría de la oferta de trabajo	Carlos Andrés Vasco Correa	Diciembre de 2017
72	Modelo cualitativo para estudiar la internacionalización de las multilatinas Colombianas	Ramón Javier Mesa Callejas Mauricio Lopera Castaño Paola Melisa Valencia Guzmán Mónica Andrea Álvarez Marín Paula Andrea Uribe Polo	Febrero de 2018
73	Mediciones del crecimiento económico regional y local en Colombia, 1950-2017: una revisión	Jaime Vallecilla G.	Febrero de 2018
74	Planteamiento de la cuestión agraria en la historiografía agraria colombiana: 1936 – 2016	Juan Carlos Velásquez Torres	Marzo de 2018
75	Los estudios en historia fiscal de Colombia sobre el siglo xx	Angela Milena Rojas R.	Noviembre de 2018
76	Can environmental taxes and payments for ecosystem services regulate pollution when the resilience of water bodies is surpassed?	David Tobón-Orozco Carlos Molina Harvey Vargas	Noviembre de 2018
77	Sobre la estructura de gasto y la curva de Engel de los hogares urbanos: evidencia empírica para Medellín	Jorge Barrientos Marín Efraín Arango Sánchez	Noviembre de 2018
78	Determinantes de la productividad multifactorial: los casos de las principales economías latinoamericanas y emergentes de Asia (1960 - 2015)	Wilman Arturo Gómez Carlos Esteban Posada Remberto Rhenals	Diciembre de 2018

79	Implementación de una evaluación por competencias académicas en el pregrado de Economía de la Universidad del Magdalena, Colombia	Rafael García José González Porto Luz Helena Díaz Álvaro Acevedo Alexander Tobón	Mayo de 2019
80	Determinantes del ahorro interno en Colombia: un acercamiento desde las Cuentas Nacionales Trimestrales para el período 1994-2017	Jaime Montoya Ramirez	Junio de 2019
81	Algebra de un modelo simple IS-MR-AD-AS: Notas de clase	Jaime Alberto Montoya Remberto Rhenals	Agosto de 2019
82	¿Las diferencias importan? Heterogeneidad y dilemas sociales en recursos naturales, aportes desde la Economía experimental y del comportamiento	Yady Marcela Barrero	Septiembre de 2019
83	Concentración de tierras, paz territorial e impuesto predial rural en Antioquia	Cristian Sánchez Salazar	Septiembre de 2019
84	Una breve aplicación a la predicción de la fragilidad de empresas colombianas, mediante el uso de modelos estadísticos	Jorge Iván Pérez García Mauricio Lopera Castaño Fredy Alonso Vásquez Bedoya	Septiembre de 2019
85	Diseño e implementación de resultados de aprendizaje para pregrados en Economía	Alexander Tobón	Octubre de 2019
86	Corrupción, incentivos y contrabando técnico en Colombia. 1998 – 2013	Edwin Esteban Torres Gómez Luis Ricardo Argüello Cuervo	Noviembre de 2019
87	Efecto de los programas educativos en pruebas estandarizadas. Un análisis por cuartiles de la política educativa "Antioquia la más educada".	Diana Lucía López López Edwin Esteban Torres Gómez Cristian Sánchez Salazar	Diciembre de 2019
88	Identificación de las principales restricciones operativas al crecimiento en Antioquia, Caldas, Risaralda y Quindío	Harold Cardona-Trujillo Estefany Peña Rojas	Diciembre de 2020
89	La teoría económica: ¿un monumento en peligro?	Jean Cartelier	Febrero de 2021
90	Caída y convergencia mundial de las tasas de inflación	Wilman Gómez Carlos Esteban Posada Remberto Rhenals	Marzo de 2021
91	¿Es posible explicar la crisis colombiana de 1998-2003 a partir de la teoría austríaca del ciclo económico?	Andrés Mauricio Rosero Sánchez	Mayo de 2021

LECTURAS
DE
ECONOMÍA

