

EL DISEÑO DEL SISTEMA FINANCIERO Y SU IMPACTO EN LA ECONOMIA: ANÁLISIS DEL CASO COLOMBIANO

INTRODUCCIÓN

Se discutirá en este artículo la importancia que tiene para el crecimiento económico de un país el grado de desarrollo financiero; cómo dicho desarrollo depende del diseño, o mejor aún, del rediseño que se haga del sistema financiero; cuáles son las alternativas que se tienen al tomar una decisión en relación con el diseño y las consecuencias de optar por una u otra alternativa; finalmente, se analizará el caso colombiano en cuanto a los antecedentes de la reforma financiera que se realizó en el período 1990-1994, cuál modelo de sistema financiero se adoptó en aquella oportunidad y cuál ha sido su impacto en el desarrollo financiero del país.

I. EL DESARROLLO FINANCIERO Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Un tema que con frecuencia ha sido dejado de lado en los estudios sobre desarrollo económico es el del rol que cumple el sistema financiero para lograr metas de

crecimiento. Tal vez ésta sea la explicación de por qué cuando se trata de establecer prioridades, el desarrollo financiero muchas veces es excluido. Se discute si es el sector financiero el que impulsa el desarrollo económico o si por el contrario, es el crecimiento económico el que jalona el desarrollo de un sistema financiero. Esta discusión que enfrenta las posiciones de Joseph Schumpeter y Joan Robinson parece hoy estar resuelta por los sucesivos trabajos que demuestran las afirmaciones de Schumpeter en torno a que el mayor desarrollo del sector financiero influye positivamente en el crecimiento económico de largo plazo ⁽¹⁾. Levine ⁽²⁾ se plantea tres interrogantes:

1. ¿Predice el nivel de desarrollo financiero el crecimiento económico futuro de largo plazo?
2. ¿De qué forma promueve un sistema financiero que funcione bien el desarrollo económico?
3. Influencia el sistema financiero el éxito de las reformas de política no financiera, tales como la

(1) Goldsmith, R. *Financial Structure and Development*. Yale University Press. 1969.

McKinnon, R. *Money and Capital in Economic Development*. Brookings Institution. 1973.

Shaw, E. *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press. 1973.

King, R. y Levine, R. *Finance and Growth: Schumpeter might be right*. *Quarterly Journal of Economics*. 1993.

(2) Levine, R. *Es importante el sistema financiero? Crecimiento Económico*. Banco de la República. Pág. 365-387. 1993.

reforma comercial, la liberalización de precios y la reforma fiscal?

Las respuestas a estos interrogantes de acuerdo con los estudios realizados fueron:

- El nivel de desarrollo financiero predice de manera importante el crecimiento económico para los siguientes 10 a 30 años.
- Los sistemas financieros mejores estimulan el crecimiento económico más rápido, tanto porque promueven los ahorros como porque mejoran la asignación de capital.
- Los sistemas financieros bien desarrollados ayudan a que las reformas de política no financiera tengan éxito. Preparan el camino para que reformas o ajustes estructurales produzcan mejores resultados y es por eso que deberían darse en forma previa a la puesta en marcha de otras reformas.

II. EL DISEÑO DE UN SISTEMA FINANCIERO

Para que un sistema financiero contribuya positivamente al crecimiento económico debe presentar un adecuado diseño que permita el desarrollo financiero. Para el diseño de un sistema financiero son 3 las principales preguntas cuya respuesta debe buscarse:

1. ¿Por qué es importante el diseño?
2. ¿Debe ser un sistema orientado al desarrollo de mercados financieros o a la intermediación financiera?
3. ¿Cuál es el campo de acción que debe permitirse a los intermediarios financieros?

El diseño del sistema financiero indudablemente tiene implicaciones en el sector real tanto como en el financiero.

Los instrumentos exógenos que pueden influenciar ese diseño son las disposiciones relativas a la estructura del sector financiero, a la actividad de las mismas y la información que debe proporcionarse para poder actuar en el mercado financiero. Ahora bien, desarrollemos cada uno de los interrogantes planteados previamente:

1. ¿Por qué es importante el diseño?

Tradicionalmente se ha considerado que es el grado de desarrollo de una economía la que determina el tamaño del sector financiero. Sin embargo, investigaciones recientes permiten observar que esa relación de causalidad opera en la dirección contraria, esto es, que es el sector financiero el que es determinante de la actividad del sector real y del desarrollo económico. El desarrollo financiero permite elevar la proporción de los ahorros que se dirigen hacia la

inversión, incrementar la productividad social marginal del capital e influir sobre la tasa de ahorro privado ⁽³⁾.

MECANISMOS MEDIANTE LOS CUALES LA ACTIVIDAD FINANCIERA SE PROPAGA AL SECTOR REAL

- Monitoreo de clientes potenciales dando luces sobre cuales proyectos son viables y cuales no, generando inversión hacia los primeros. Mientras más desarrollado sea un sistema financiero, estará en mayor capacidad de apalancar inversión en intangibles, luego permitirá una mayor productividad y crecimiento mediante una mayor acumulación de capital físico, humano e intangible. Los bancos tienen limitaciones en su capacidad crediticia, por lo cual el trámite representa un costo para los clientes. Para los que presentan proyectos con mayor riesgo esos costos son menos representativos pues sus proyectos tienen una mayor varianza que les permitiría obtener superiores beneficios en comparación con aquellos que presentan proyectos menos riesgosos. Si se da el caso de un racionamiento del crédito, el costo del crédito se incrementa ocasionando que los clientes de bajo riesgo se retiren primero del mercado, motivando a que las entidades crediticias al

(3) Pagano, M. *Financial Markets and growth: An overview*. European Economic Review 37, 613-622. 1993.

percibir esta situación restrinjan aún más su crédito hasta un punto en que casi que se suprime el monitoreo y se rechazan todas las solicitudes.

- Racionamiento crediticio: el modelo financiero de oferta y demanda de crédito tiene la peculiaridad de que ante una mayor tasa de interés no necesariamente se incrementa la oferta porque los intermediarios conocen bien que ante un ascenso de las tasas los primeros en abandonar el mercado son los clientes de bajo riesgo que son más sensibles, quedando los de alto riesgo, para los cuales no hay interés en otorgarles crédito. Por ello, siendo las condiciones del mercado de altas tasas, lo que se genera es un racionamiento crediticio. Altas tasas de interés también pueden hacer que los posibles prestatarios escojan proyectos de más alto riesgo, razón adicional para los intermediarios crediticios escoger una tasa límite en la cual se produce un exceso de demanda de crédito. Si este racionamiento se produce en una economía apalancada básicamente por los intermediarios crediticios, el resultado sería una disminución de la inversión de capital y un retardo en el crecimiento económico.
- Conversión de plazos: los bancos cumplen una importante función al captar ahorro a corto plazo y transformar esos pasivos en créditos a más largo plazo, función en la que superan al financiamiento vía mercados financieros en cuanto al mayor riesgo

de iliquidez que asumen. Si no hay la necesaria coordinación podría darse un rompimiento del equilibrio cuando varios depositantes decidan retirarse por lo cual el banco tendría que recurrir a liquidar créditos, lo cual es costoso y difícil, con un impacto negativo sobre el sector real.

- Se facilita el comercio: a través del dinero, tarjetas débito y crédito, cheques y demás medios de pago, hacen más eficientes las transacciones económicas porque se constituyen en mecanismos confiables que además permiten una distribución más adecuada de los recursos.
- Reestructuración de deudas: si el futuro deudor prevé el evento de una gran volatilidad en la inversión que podría eventualmente requerir una reestructuración de la deuda, preferirá el apalancamiento vía intermediario financiero pues sabe que este es más flexible pues si la financiación se hace vía mercados estos segundos son más dados a abortar proyectos viables más rápido.
- El mercado financiero desempeña una función de dar feedback al inversionista, principalmente a través de los precios de las acciones, más aún que los mismos rendimientos o informes provenientes del proyecto, permitiendo así una contratación más eficiente y mejores decisiones en el sector real.

- El diseño de un sistema financiero afecta la eficiencia con la cual se agrega la información referente a las decisiones corporativas. En la medida en que el mercado financiero esté más desarrollado se hace más fácil la agregación y en consecuencia las tomas de control de una compañía. Por ello, es de esperar que en estos mercados sea preferible un mayor apalancamiento financiero que garantiza una mayor independencia y disminuye el riesgo de adquisiciones por parte de otros inversionistas.

1. ¿Debe ser un sistema orientado al desarrollo de mercados financieros o a la intermediación financiera?

La respuesta a esta pregunta es bastante difícil pues la evolución histórica de los países desarrollados es disímil de manera tal que no nos permite establecer un patrón de conducta ideal. Por ejemplo, mientras los mercados de Europa y Japón son muy orientados hacia la intermediación financiera, los de Estados Unidos se han orientado principalmente a los mercados financieros. Por qué ocurrió este desarrollo disímil? Parece ser que el hecho de ser una economía más orientada hacia el mercado impulsó un mayor desarrollo de los mercados financieros que economías con una libertad más restringida, con un mayor control centralizado, como las de Europa y Japón.

Una economía basada en el mercado de capitales induciría una estructura de capital distinta en las

empresas a aquella que se da en una economía con énfasis en la intermediación financiera, pues la primera aparece como un mecanismo de agregación de diversas decisiones de tipo económico y proveedora de información acerca de ciertas normas que deben observar las corporaciones al momento de tomar decisiones. Un intermediario financiero provee sólo una posición individual en torno a un proyecto, un único punto de vista, contra los múltiples puntos de vista que ofrece un mercado financiero ya sea a través de precios del mercado, volumen transado, adquisiciones, etc. Adicionalmente, cuando se trata de tomar decisiones sobre industrias básicas, bien conocidas, parecen operar mejor los bancos, en tanto que cuando se trata de decidir sobre industrias con nuevas tecnologías por desarrollar, parecen ser más eficientes los mercados financieros. De acuerdo con eso, mientras menos desarrollada esté la industria de un país más conveniente parece ser el contar con unos intermediarios financieros sólidos y de amplia capacidad crediticia.

Trabajos como el de Boot y Thakor ⁽⁴⁾ (1995) muestran que en un sistema orientado al mercado parece haber una mayor liquidez que en uno orientado a la intermediación, lo cual puede deberse a que en el primero se da una mayor innovación tecnológica.

(4) Boot, A.W. y Thakor, A.V. *Banking Scope, financial innovation, and the evolution of the financial system*. Working Paper. Indiana University. 1995.

2. Desde la perspectiva del prestatario, ¿cuál sería su preferencia entre recurrir a un intermediario financiero o directamente al mercado?

En la medida en que un prestatario repaga sus créditos en forma oportuna y va accediendo a una mayor confianza por parte de los intermediarios, obtiene un beneficio adicional pues en futuros préstamos, siendo bajo el riesgo por la trayectoria, las tasas de interés a que va a acceder son progresivamente menores. El prestatario que falla en sus pagos será excluido tanto del crédito bancario como del mercado financiero. Luego, quien oportunamente atiende sus créditos se inclinará muy seguramente por el proyecto de menor riesgo que le permita conservar su reputación de buen deudor eliminando la necesidad del monitoreo por parte del intermediario y en la medida en que avance en esa línea de comportamiento, en un futuro, podrá acceder directamente al mercado financiero. En conclusión, deudores con buena trayectoria, no requieren el monitoreo del banco y en consecuencia se inclinarán por el mercado financiero en tanto aquellos que apenas están formando una reputación deberán acudir al de intermediación. Sin embargo, este comportamiento no es uniforme en la medida en que un buen deudor puede optar por el crédito de un banco en un momento dado porque tiene interés en mantener en forma confidencial

información que, de acceder al mercado financiero, tendría que hacer pública.

3. Si se prefiriera un sistema orientado hacia la intermediación financiera, ¿cuál debe ser el grado de libertad permitida a las entidades financieras? ¿Deben ser estrechamente reguladas o se les debe dar una amplia libertad?

El primer cuestionamiento se refiere a la decisión que debe tomar un sistema económico por una banca universal versus una banca especializada. En la primera, cada entidad financiera puede prestar toda la amplia variedad de servicios financieros posible. En ocasiones, inclusive, el participar activamente mediante inversiones en el sector real de la economía. Tal es el caso de como está concebida en Alemania, donde un banco puede actuar como Holding de un grupo económico agregando a su actividad de intermediación, banca de inversión y seguros.

Por otro lado está el sistema de banca especializada, cuyo principal representante es Estados Unidos. Allí cada intermediario financiero sólo puede prestar unos servicios determinados, está completamente limitado. En el caso particular de este país, la banca además se encuentra muy fragmentada y existe un enorme número de entidades. Es una banca que compite abiertamente con los mercados financieros pues estos

se encuentran mucho más desarrollados que en otros países. En este sistema se encuentra también incluida la banca japonesa a la que, sin embargo, se le permite tener inversiones en firmas deudoras y ejercer control corporativo.

Los partidarios de este último sistema sostienen que la banca universal se presta a conflictos de intereses los cuales se presentan cuando una entidad financiera es el prestamista y a la vez el banquero de inversión, pues su asesoría podría no ser totalmente objetiva, por ejemplo, retrasando procesos de suscripción de títulos para mantener un crédito que le es más rentable.

Ahora bien, si la banca, sea universal o especializada, está altamente concentrada, el usuario no acudirá en igual forma al crédito porque éste será más costoso. El problema del sistema de multibanca es que debe aprovechar economías de escala y ello no es posible sino en un mercado concentrado, por lo que puede generar el encarecimiento de los productos.

En cuanto al segundo interrogante planteado que se refiere a si las instituciones financieras deben ser estrechamente reguladas o se les debe dar una amplia libertad, por la importancia que tiene el desarrollo financiero para el crecimiento futuro, los controles o cargas impuestas a la actividad financiera tales como límites de tasas de interés, supervisión ineficiente, impuestos, obstaculizan el desarrollo económico. En la

medida en que un sistema financiero esté regido por políticas adecuadas, que no comprometan la estabilidad y seguridad con que debe operar el sector financiero, puede crecer más rápido que otro con mayores restricciones y controles. Cuanto más reprimido esté un sistema financiero mayor será el costo cobrado con la intermediación porque la represión actúa como un impuesto implícito a la actividad financiera.

III. ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DEL SECTOR FINANCIERO: EL CASO COLOMBIANO

Los primeros bancos que existieron en Colombia fueron concebidos como sociedades de carácter privado, y aunque no tuvieron mucha aceptación entre algunos inversionistas, captaban gran parte de sus recursos mediante la emisión de bonos, sobre todo cuando la característica monetaria del momento era la de escasez de los recursos; ejemplos representativos de la situación antes referenciada lo constituyen el Banco Nacional (1895) y el Banco Central (1905).

En ese entonces, las operaciones bancarias eran reguladas por la Ley 57 de 1887 y por la Ley 51 de 1918, las que en su orden establecieron límites a las operaciones crediticias, creando un marco de relaciones con el Estado, y toques cuantitativos a la expansión del crédito bancario; se empieza a destacar

la importancia del encaje como reserva de protección de los recursos depositados por el público en el sector financiero, ya que era de suma importancia el lograr mantener la confianza de los ahorradores no sólo para el despegue, sino también para el desarrollo de los procesos de intermediación financiera.

Puede anotarse que antes del decenio de los años veinte en Colombia no existió un sistema financiero, dado que hasta ese momento el país padecía de un escaso desarrollo económico; prácticamente el manejo financiero se realizó con base en un régimen de curso forzoso con múltiples especies monetarias ya que se fracasó en el intento de crear un banco de carácter nacional y la legislación existente para el funcionamiento de los bancos comerciales no era la adecuada, pues no se acomodaba a una economía que no presentaba las bases para el despegue de su proceso de industrialización.

Posteriormente y ante eventos tales como la primera guerra mundial, la marcada intensión de los gobiernos de los países industrializados por reorganizar sus sistemas financieros, las nuevas condiciones económicas, tanto a nivel local como internacional y, sobre todo, las recomendaciones de la misión Kemmerer (1922) acerca de la organización del sistema financiero del país, se implementa en Colombia un régimen de este tipo cuyo eje fundamental fue la creación del Banco de la República en el año de 1923, como Banco

Central con atribuciones tales como las de ser la única institución de emisión, giro, depósito, descuento y redescuento del sector.

A la par, y colocando en práctica las recomendaciones dadas por la citada misión extranjera, se organiza el sistema bancario como intermediarios financieros de corto plazo que desempeñarían sus funciones bajo el principio de autoliquidez según el cual, los créditos bancarios serían cancelados al transarse las mercancías en el sector comercial, o al momento en que los empresarios industriales vendieran sus productos al consumidor o a los intermediarios; de igual manera se crearon instituciones reguladoras y fiscalizadoras de las actividades a realizar, tales como la Superintendencia Bancaria y la Contraloría General de la República, así como también instituciones de crédito de largo plazo tales como los bancos hipotecarios, como fue el caso del Banco Agrícola Hipotecario (Ley 68 de 1924) ⁽⁵⁾.

Vale la pena comentar que la política monetaria quedó supeditada a las funciones del Banco de la República, exigiéndose por tanto el retiro de aquellas especies monetarias que no se podían convertir al sistema monetario internacional basado en el

(5) Alviar, Oscar. "Instrumentos de manejo monetario en Colombia". 2da. ed. Santafé de Bogotá, Tercer Mundo editores, 1972, pp. 16-20.

mecanismo patrón oro-dólar al que sí quedó adscrito el circulante que emitiría el Banco Central. Esta situación permitiría no sólo la sujeción de la cantidad de dinero de la economía a las existencias de oro, previa la definición de un tipo de cambio fijo, sino también a las fluctuaciones de la actividad económica, ya que ellas determinan en alguna medida los movimientos del metal.

En ese sentido la emisión y regulación de la cantidad de dinero por parte del Banco de la República, eje del nuevo sistema financiero de banca central en el país, se realizaría mediante tres mecanismos: la emisión directa de billetes por parte del Banco Central dada la disponibilidad de oro y/o de divisas en el momento en la economía, la apertura de crédito al gobierno y/o a los otros agentes económicos (crédito primario o crédito doméstico a los industriales, comerciantes, y agricultores) y mediante las operaciones de descuento a la banca privada, sobre todo cuando se tuvieran situaciones de extrema iliquidez ⁽⁶⁾.

La década subsiguiente se ve enmarcada por el efecto nocivo para la economía nacional de la crisis económica mundial de los años treinta. En efecto la Gran Depresión del Capitalismo Mundial en 1929 trajo consigo consecuencias muy negativas para la actividad

(6) López, Hugo. "Estudio sobre la inflación en Colombia, en el período de los años 20". Centro de Investigaciones Económicas CIE, de la Universidad de Antioquia, Medellín, 1973, caps. II, III y IV.

productiva del país. El cierre de los mercados externos para las exportaciones de nuestros productos, la presión ejercida sobre los diferentes agentes económicos domésticos para que aceleren el pago de sus deudas externas, la eliminación del crédito externo y la sensible baja en la disponibilidad de reservas internacionales fueron algunas de las nefastas consecuencias para la Economía Colombiana de la mencionada crisis hecho que, sin duda alguna, afectó significativamente la evolución del sistema financiero del país.

Dada la citada dependencia de los recursos monetarios de nuestra economía de los montos de divisas provenientes del exterior por la exportación de los productos colombianos y las circunstancias imperantes en el campo internacional; el período se caracterizó por una sensible baja del dinero en circulación a nivel doméstico, contrastando con las necesidades monetarias de algunas industrias de bienes de consumo que ya habían iniciado su despegue hacia el desarrollo. En estas circunstancias es menester entonces la adecuación del sistema financiero a las necesidades del aparato productivo de tal manera que cuando una actividad, llámese industrial, comercial, o agropecuaria requiera de recursos, se debía crear una institución especializada o se abría un cupo por parte de los intermediarios ya existentes.

Como se puede deducir de manera clara del anterior comentario, se estaba dando paso así a la creación de

una serie de entidades con tendencia a financiar ciertas actividades en condiciones relativamente benévolas tales como tasas de interés, amortizaciones, vencimientos y plazos muy favorables. La novedad radicaba en el origen de los recursos de esas instituciones financieras que en su totalidad fueron de carácter oficial. La fuente de los fondos de dichas instituciones fue el incremento de los dineros del gobierno provenientes del Banco de la República, a través de la compra obligada que ciertos intermediarios financieros debían hacer de los papeles emitidos por esas entidades y por la emisión de títulos colocados en el mercado ⁽⁷⁾.

Resumiendo, puede arguirse que fue el Estado la válvula de escape del momento, pues sus acciones impidieron la ruptura del sistema financiero a través de una nueva legislación, que presionó para ajustar los balances de las instituciones comprometiendo recursos de emisión en la liquidación de las carteras y, sobre todo, creó nuevas entidades ⁽⁸⁾, ante la necesidad de impulsar ciertas actividades mediante el otorgamiento de crédito subsidiado como se había señalado anteriormente.

(7) Valencia R. Jorge y Luis A. Zuleta. Op. Cit. p. 19.

(8) Algunas de estas instituciones fueron: La Caja Agraria, El Instituto de Crédito Territorial, El Instituto de Fomento Industrial IFI, El Fondo Nacional del Café, Los Fondos Ganaderos, El Banco Central Hipotecario BCH, y el Instituto Nacional de Abastecimientos.

Es evidente también la incidencia que tenían los aportes Keynesianos, ante el cuestionamiento que se le hacía al argumento de la validez de la acción ciega del mercado en la asignación y distribución de los recursos.

Ahora bien, es claro que para que un proceso de industrialización pueda realizarse de manera auspiciosa se requería de la existencia de intermediarios financieros que permitan la canalización de recursos hacia la industria a mediano y largo plazo, de tal forma que se posibilitara la financiación del crecimiento de la actividad productiva.

En lo que respecta a Colombia, el proceso de industrialización, iniciado en los años treinta y profundizado a partir de los 50, trajo consigo la aparición de intermediarios financieros con carácter altamente especializado. Además de la creación de algunos intermediarios financieros de mediano y largo plazo se fundó en el país la Bolsa de Valores de Bogotá en 1928, con el propósito de capitalizar las sociedades anónimas al captar recursos de los sectores propietarios de excedentes monetarios.

Pero volviendo a la década de los cuarenta, es importante advertir que fue la debilidad del mercado financiero la que obligó a la creación de las sociedades de capitalización (Ley 66 de 1947), con el fin de apoyar la formación de capitales que financiaran la inversión

productiva, al tiempo que se rompía con el principio de autoliquidez, característico del inicio del sistema financiero colombiano de banca central. Ya en los años cincuenta, tanto el sistema bancario como el propio Banco de la República son vinculados directamente al propósito del desarrollo económico del país, a través de su participación en sectores específicos, además de la creación de un nuevo tipo de institución financiera que captaría recursos a plazo como lo fueron las Corporaciones Financieras en 1960 ⁽⁹⁾.

En los sesenta la novedad financiera fue la aparición del mecanismo de redescuento, mediante el cual las nuevas instituciones del sector, Fondos de Fomento ⁽¹⁰⁾, obtuvieron recursos del emisor para financiar actividades productivas en sectores tales como el industrial, el agrícola y el sector exportador. Además de la señalada fuente de recursos estas entidades recolectaban sus fondos por medio del crédito externo, la colocación de títulos en el mercado abierto y las inversiones forzosas de los bancos comerciales. En 1963 se crea la Junta Monetaria que sería la encargada de todo lo concerniente al manejo monetario y financiero del país; como puede notarse,

(9) Ocampo y otros, Op. Cit. p. 248-249.

(10) Entre otras entidades de fomento creadas en esa época se pueden citar las siguientes: el Fondo Financiero Agrario FFA, Fondo Financiero Agropecuario FFAP a partir de 1973, el Fondo de Promoción de Exportaciones PROEXPO, y el Fondo Financiero Industrial FFI.

el Estado vincula al Banco de la República tanto a la política monetaria como a los propósitos de desarrollo del país.

La preponderancia que el plan de desarrollo "Las Cuatro Estrategias", del presidente Misael Pastrana Borrero, le diera al sector de la construcción, como el impulsador del crecimiento económico del país, marcó el inicio de un nuevo desarrollo del sector financiero; en efecto, la introducción del mecanismo de Unidad de Poder Adquisitivo Constante UPAC (1972), como instrumento para atraer recursos financieros hacia las recién aparecidas Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV), por medio del mecanismo de corrección monetaria que permitía ofrecer rendimientos reales a los ahorradores, marcó un mito en el desenvolvimiento del sector, a tal punto que todavía hoy se conserva, con algunos ajustes propios como es el caso de la variación en el mecanismo de corrección monetaria, al realizarse con base en las tasas de interés nominal y no con base en la inflación del momento como ocurrió en sus inicios.

Al referenciado hecho es necesario agregar la reforma financiera de 1974 que buscó el desarrollo de la intermediación financiera y del mercado de capitales, a través de una profunda modificación del sistema anterior. El propósito de la reforma fue el de devolver a la tasa de interés su capacidad de ser asignadora de recursos de inversión de manera más eficiente, teniendo

como base la rentabilidad privada de los proyectos y la reducción del papel del Banco de la República como fuente de recursos, no sólo de los bancos comerciales sino también de los Fondos Financieros de Fomento.

Como se puede advertir, sería entonces la flexibilidad de la variable tasa de interés la que determinaría la abundancia o escasez de recursos en el sistema financiero; es importante resaltar, además, el hecho de que dicha reforma fue propiciada por el suceso mediante el que previamente se habían legalizado los llamados "Intermediarios Financieros", recibiendo el nombre de Compañías de Financiamiento Comercial, autorizadas para captar y colocar fondos a tasas competitivas ⁽¹¹⁾.

También es de suma trascendencia destacar que la flexibilización de los controles financieros fue un proceso gradual. De hecho cuando la regulación del circulante lo requirió se incrementó notoriamente el encaje, como ocurrió entre 1976-1979 cuando los reflejos monetarios de la bonanza cafetera así lo ameritaron y en el año de 1986 durante la semi-bonanza del período; de igual manera cuando el sistema financiero atravesó por épocas de crisis, el emisor cumplió con su función de ser prestamista de última instancia del sector, ampliando el crédito a los intermediarios.

(11) Ocampo y otros. Op. Cit. p. 251

Ahora bien, la legalización de los nuevos intermediarios dio lugar a la aparición de los famosos "Grupos Financieros" que, como se había definido antes, tenían como propiedad particular la de extenderse a otros sectores de la economía. Su manipulación especulativa, a través del mercado de valores, el colapso de numerosas instituciones de intermediación, y la extensión del sistema bancario nacional al mercado financiero panameño, atraído por los manejos que se podían hacer en divisas, trajeron como consecuencia que la década de los ochenta se iniciara con una gran crisis la que, por su puesto, trascendió al resto de sectores de la economía del país.

Al igual que en la referenciada crisis del sector en los años treinta, ésta también tuvo como uno de sus principales causales la evolución negativa de la economía internacional con sus concebidos efectos recesivos en la actividad productiva colombiana.

Una nueva y activa intervención del Estado en el sector a través de la nacionalización de los Bancos del Estado, Bogotá y Tequendama; la liquidación del Banco Nacional, la creación del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras FOGAFIN en 1985, para que atendiera los requerimientos de insolvencia de las entidades del sector (como en el caso del Banco de Colombia) y el papel protagónico asignado nuevamente al Banco de la República como proveedor de liquidez y garante de las medidas de largo plazo adoptadas por el

ejecutivo, quién comprometió el presupuesto nacional como respaldo a los suministros dados por el emisor; logró conjurar en gran medida el pánico financiero y económico del país, cuya máxima manifestación fue en 1982 cuando se avizoró la estruendosa caída de los índices de calidad de la cartera y de rentabilidad del sector ⁽¹²⁾.

El proceso liderado por el FOGAFIN mediante mayores exigencias a las instituciones del sector tales como la del incremento del capital propio dependiendo de la categoría del activo y el inicio del desmonte de la gran mayoría de las inversiones forzosas y de los subsidios al crédito de fomento, dan como resultado una notoria mejoría en su desempeño, a tal punto que se podría considerar como el despegue de la recuperación del sector.

En líneas generales, puede comentarse que el desarrollo del sector financiero, sobre todo en los años comprendidos entre 1950 y 1990, tuvo dos facetas bien demarcadas: en la primera de ellas, que transcurre entre los años cincuenta y setenta, el sistema bancario se expande a través del constante crecimiento de las cuentas corrientes como activo monetario; en la segunda, que se inicia en la década de los setenta, es la creación de nuevos intermediarios con nuevos y novedosos instrumentos de manejo para el sector, la que

(12) Ibid. p. 252-254.

permite hablar del comienzo del proceso de profundización financiera, que seguidamente será tratado, pues aquí la utilización intensiva de los mecanismos de ahorro existentes es desplazada por los nuevos esquemas introducidos en el sistema.

EL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO EN LA ACTUALIDAD

En lo que va corrido de la presente década de los años noventa, se ha implementado una serie de medidas cuyo objetivo fundamental va orientado hacia la liberalización del mercado financiero. En efecto, a partir de 1990 se emprendió un proceso de reestructuración del sistema financiero del país. La Ley 45 de 1990 se constituyó en el primer paso que se dio para tal fin; posteriormente se aprobaron las leyes 31 de 1992 (Estatuto Orgánico del Banco de la República) y la 35 de 1993 y en desarrollo de las anteriores se expidió el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero: Decreto 663 de 1993.

Entre los principales objetivos de la nueva reforma vale la pena comentar los siguientes:

1. Orientación hacia la multibanca. Bajo este esquema se pretende desarrollar gradualmente un sistema de banca universal de tal forma que los intermediarios existentes en el sector puedan prestar un mayor número de servicios a sus clientes. Este sistema fue

instaurado inicialmente para los establecimientos de crédito. Las Sociedades de servicios Financieros y las demás instituciones del sector continuaron con el sistema especializado característico del proceso de desarrollo que caracterizó al país en el periodo comprendido entre el inicio del sistema de banca central y el inicio del proceso de modernización e internacionalización de la economía colombiana.

2. Apertura del sector. En el contexto anterior, el objetivo primordial de las recientes medidas para el sector financiero nacional es el de la consecución de mayores niveles de competitividad tanto a nivel local como internacional. En este sentido no cabe la menor duda que la participación del capital extranjero en el sector propiciará la consecución de tan loable propósito. En efecto, los requerimientos para el acceso del capital extranjero al sector fueron eliminados por completo; en el momento, cualquier inversionista extranjero que cumpla con las exigencias de capital y profesionalismo, podrá invertir sus recursos en el sector financiero colombiano.

3. Igualmente la nueva normatividad para el sector, en términos de las instituciones en particular, busca entre otros objetivos el fortalecimiento patrimonial, la regulación prudencial de mayor exigencia, la democratización del crédito, la seguridad y transparencia de la actividad financiera y la flexibilización de algunos requisitos exigidos para eventualidades

tales como las fusiones, transformaciones y escisiones de las entidades, de tal forma que se impulse la competencia y se acelere la movilidad de las instituciones en el sistema.

Por otro lado, con la entrada en vigencia del nuevo estatuto cambiario (Ley 9ª. de 1991, que también versa sobre endeudamiento externo, inversión extranjera y política cafetera), se amplió el manejo de divisas, que se había convertido en monopolio del Banco de la República desde el decreto 444 de 1967, a otras instituciones del sector. En efecto dicho manejo pasó a ser compartido con los llamados "intermediarios del mercado cambiario" que ahora son los bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial y las corporaciones de ahorro y vivienda, cumpliéndose así con la descentralización del régimen hecho que, desde luego, tiene incidencia tanto en el sistema financiero del país como en su mercado de capitales.

PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA Y LA APERTURA DEL SECTOR

Como se había señalado previamente, factores tales como la creación del sistema UPAC, que permitió ofrecer y cobrar tasas de interés reales positivas y la reforma financiera de 1974 que buscó propiciar la evolución y el fortalecimiento del sector por medio de la liberación de la tasa de interés, además de la flexibilización de las

funciones del emisor, implicaron un profundo cambio en la composición del ahorro nacional al disminuirse considerablemente los depósitos en cuenta corriente de los bancos y ser reemplazados por otros instrumentos financieros con interés.

De lo anterior se desprende que la interrelación entre profundización financiera y la mayor eficiencia en el manejo de la liquidez, ha repercutido notoriamente en la evolución de los medios de pago M1 en Colombia, sobre todo en el período en cuestión.

Una rápida mirada a los agregados monetarios presentados en el Cuadro 1 permite detectar que a diferencia de la evolución descendente de M1, los cuasidinerros presentan una tendencia altamente creciente, sobre todo a partir de 1973, año en el que aparece el sistema de valor constante y en 1981 cuando es liberada la tasa de interés. Es preciso señalar que desde el año de 1994 la tendencia anteriormente mencionada prácticamente se estabiliza para los agregados monetarios M1, M2 y M3.

Igualmente se puede observar que, no obstante el Banco de la República haber participado desde tiempo atrás en el mercado financiero con la emisión de títulos para contraer la expansión de la oferta monetaria (Operaciones de Mercado Abierto OMAS), son los años de 1971, 1976-77 y 1986 en los que el emisor enfatiza este mecanismo de manejo financiero, sobre todo para

CUADRO 1
COLOMBIA: PRINCIPALES AGREGADOS
MONETARIOS

Cifras como % del PIB

	M1	M2	M3*	CD	GOB	BR	TRANSF
1970	16.29	18.87	19.34	2.58	0.42	0.05	13.33
1971	15.39	18.05	18.63	2.66	0.45	0.13	12.92
1972	15.74	18.91	19.65	3.18	0.62	0.12	13.78
1973	15.86	21.06	21.99	5.20	0.73	0.20	16.50
1974	14.30	20.69	21.72	6.39	0.73	0.30	16.40
1975	14.54	22.25	22.95	7.71	0.30	0.40	17.35
1976	14.91	23.55	24.73	8.63	0.19	0.99	18.30
1977	14.46	23.00	25.20	8.54	0.13	2.07	17.43
1978	14.83	25.90	28.10	11.07	0.21	1.99	20.20
1979	14.10	24.69	27.34	10.59	0.61	2.04	19.66
1980	13.48	26.89	30.13	13.40	0.54	2.70	22.57
1981	13.10	31.90	34.65	18.80	0.53	2.22	27.31
1982	12.91	30.93	34.41	18.02	0.64	2.84	26.36
1983	13.30	33.16	35.56	19.66	1.17	1.23	28.86
1984	12.99	32.51	35.25	19.51	1.34	1.40	28.40
1985	12.93	33.88	38.17	20.95	2.21	2.08	30.75
1986	11.62	32.06	39.39	20.44	2.32	5.01	29.74
1987	11.88	31.72	37.83	19.84	2.14	3.97	29.15
1988	11.24	29.49	36.12	18.25	1.95	4.68	26.97
1989	11.25	30.35	36.56	19.10	1.67	4.54	27.72
1990	10.58	29.80	37.19	19.21	1.67	4.81	27.34
1991	10.83	30.75	40.38	19.92	0.95	7.77	27.59
1992	12.14	33.77	44.85	21.63	4.12	6.37	33.42
1993	12.27	36.96	46.66	24.69	5.10	4.09	37.74
1994	11.80	38.90	41.13	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1995	10.50	39.30	41.13	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1996	10.10	39.20	41.13	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

M1 = Efectivo + depósitos en cuenta corriente.

M2 = M1 + cuasidinerros (depósitos en término y depósitos de ahorro).

M3 = M2 + Títulos del Banco de la República + papeles del gobierno + aceptaciones bancarias (AB).

CD = Certificados de depósito. BR = Títulos del Bco. República

GOB = Papeles del Gobierno. TRANSF. = Transferencia

* Desde 1990 incluye aceptaciones bancarias.

FUENTE: BANCO DE LA REPÚBLICA.

atenuar el impacto expansionista de la bonanza cafetera de mediados de los años setenta y la semi-bonanza del 86.

En lo que al gobierno central respecta, el cuadro muestra cómo en 1992, año a partir del cual decide sustituir gran parte del financiamiento externo de su déficit por endeudamiento interno para contribuir al descenso del impacto revaluacionista del peso colombiano, y de la expansión monetaria propia de la mayor disponibilidad de divisas, se presenta una emisión masiva de títulos que le permiten ser depositario de tres veces más de ahorro financiero (con respecto al PIB) que en el año inmediatamente anterior.

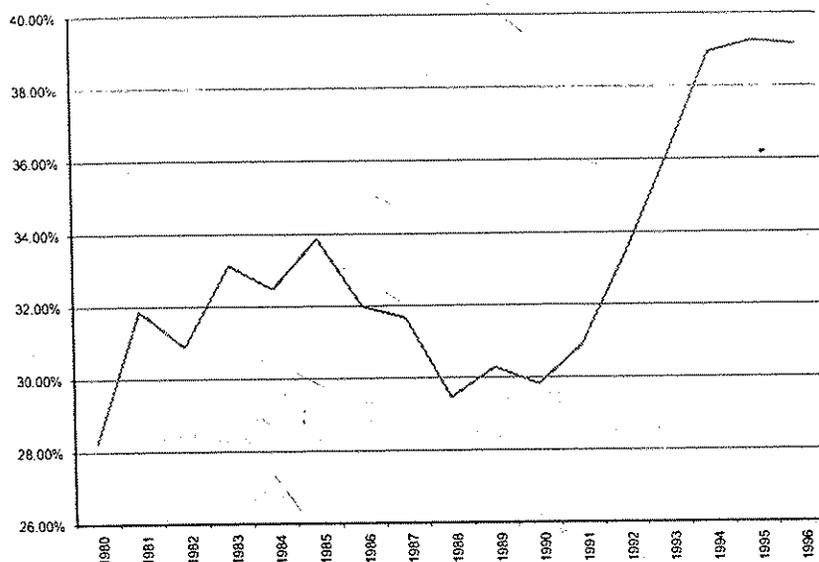
En términos generales, es válido comentar que como resultado de lo anterior, y ante el mayor dinamismo de las aceptaciones bancarias a partir de 1990 como posibilidades ofrecidas por el sector financiero para la diversificación del portafolio de los inversionistas, el ahorro financiero total M3 se incrementó en más del doble en los últimos veinte años, corroborando de esta manera, las apreciaciones manifestadas anteriormente, respecto al proceso de profundización financiera que se viene presentando desde los años setenta en el país y, con mayor fuerza, desde la puesta en marcha de las últimas reformas encaminadas a la modernización y liberalización del sector especialmente aquella que ha llevado el sistema hacia la multibanca. Aunque dicho proceso no es comparable aún con el de otros países,

incluidos algunos latinoamericanos, es pertinente resaltar el vertiginoso avance que se ha logrado sobre todo en los últimos siete años en el país.

En otras palabras, el proceso de profundización financiera, medido en términos de la participación del agregado monetario M2 (efectivo + cuentas corrientes + cuasidineros) en el Producto Interno Bruto, comienza a perfilarse de manera notoria a partir de los primeros años de la década de los setenta para insinuarse, de manera mucho más enfática, a partir del inicio de la presente década de los años noventa, tal como puede observarse en el siguiente Gráfico: en efecto, es la liberalización del sistema financiero nacional la que de manera enfática lleva con sigilo una marcada tendencia al incremento del ahorro financiero nacional dado el mayor nivel de racionalidad de los agentes ahorradores en el país.

Por su parte, la distribución del ahorro financiero entre los diferentes tipos de intermediarios financieros institucionales en Colombia se ha venido reestructurando de manera más acentuada a partir de los setenta cuando los bancos tenían el monopolio del ahorro institucional.

GRÁFICO 1
COLOMBIA: PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA



FUENTE: BANCO DE LA REPÚBLICA

El Cuadro 2: Ahorro Financiero por Intermediarios 1970-1993, permite observar que las corporaciones de ahorro y vivienda, y las compañías de financiamiento comercial, que empezaron a captar depósitos a plazos por medio de los Certificados de Depósito a Término (CDTs), han ganado gran participación; sobre todo desde la creación del sistema UPAC, frente a los bancos y las corporaciones financieras, aunque dicha tendencia tiende a revertirse un poco entre 1991 y 1993, situación que da un mayor soporte al proceso ampliamente referenciado.

CUADRO 2
AHORRO FINANCIERO POR
INTERMEDIARIOS
Composición porcentual

	Bancos*	CORFIN	CAV	CFC
1970	100.0	0.0	0.0	0.0
1971	100.0	0.0	0.0	0.0
1972	99.2	0.0	0.8	0.0
1973	87.9	0.0	12.1	0.0
1974	83.5	0.0	16.5	0.0
1975	80.4	0.0	19.6	0.0
1976	79.0	0.0	21.0	0.0
1977	80.5	0.0	19.5	0.0
1978	72.1	8.6	19.3	0.0
1979	70.7	5.9	23.4	0.0
1980	70.3	5.6	24.1	0.0
1981	65.0	5.0	23.0	6.9
1982	62.9	4.5	26.8	5.8
1983	60.7	4.7	28.9	5.6
1984	61.2	4.5	29.1	5.2
1985	59.6	4.6	30.8	5.0
1986	59.9	4.5	30.2	5.4
1987	61.7	3.9	28.5	5.9
1988	58.9	3.8	31.1	6.2
1989	57.0	6.0	30.0	7.0
1990	53.4	6.9	32.5	7.3
1991	53.6	5.7	34.0	6.6
1992	55.8	5.3	32.1	6.8
1993	56.3	4.6	31.9	7.2

* Desde 1990 incluye aceptaciones bancarias.
CORFIN = Corporaciones Financieras.
CAV = Corporaciones de Ahorro y Vivienda
CFC = Corporaciones de Financiamiento Comercial.
FUENTE: BANCO DE LA REPÚBLICA.

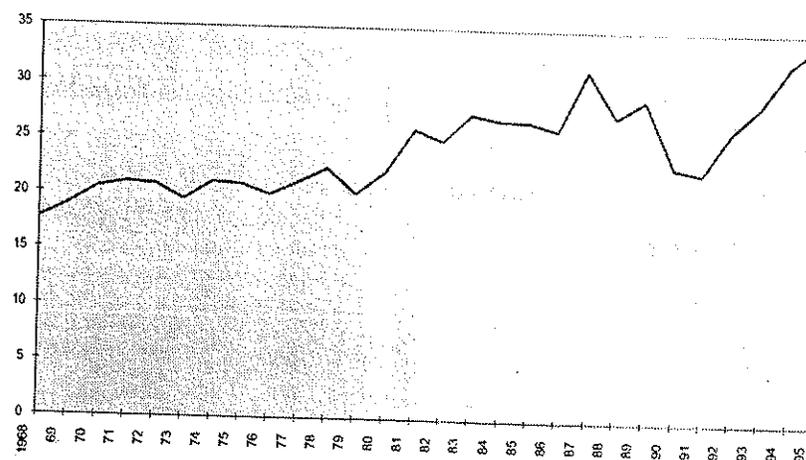
Como es de esperarse la sustitución paulatina de M1 por instrumentos financieros con interés sugiere la necesidad de una mayor rotación de los medios de pago: en otras palabras, en la medida en que las personas mantengan una menor proporción de sus recursos en efectivo o en cuentas corrientes la relación entre el ingreso nominal y M1 aumentará, esto es, que para llevar a cabo sus transacciones a un mismo nivel de ingreso nominal, se necesita cada vez una menor cantidad de dinero ya que la mayor eficiencia en el manejo del mismo implica su mayor velocidad; luego, el mantener dinero en un monto mayor al necesario para llevar a cabo las transacciones normales es altamente ineficiente ⁽¹³⁾.

Es importante destacar que el proceso de profundización financiera que se inicia desde mediados de los años setenta, no se tradujo en mayores préstamos por parte del sistema financiero de manera inmediata. El Gráfico 2: Evolución de la cartera total del sistema financiero como proporción PIB, muestra que es sólo a partir de la siguiente década, cuando la cartera del sector inicia un repunte que se mantiene hasta 1987, que la situación mencionada se revierte. También se puede observar que la tendencia cambia entre 1980 y 1983 cuando son desmontados los instrumentos más restrictivos implementados en años anteriores

(13) Revista Banco de la República. "Profundización Financiera y política monetaria". Notas Editoriales, Bogotá, Junio de 1990.

y que el proceso en mención se insinúa con mayor profundidad en los años transcurridos de este último decenio.

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LA CARTERA TOTAL DEL
SISTEMA FINANCIERO COMO PROPORCIÓN
PIB



FUENTE: BANCO DE LA REPÚBLICA Y DANE.

La explicación que los entendidos en la materia dan a este hecho, se refiere a que durante la mayor parte de los años setenta, las instituciones del sector fueron obligadas a mantener considerables montos de sus recursos reservados en el emisor, como mecanismo orientado al control de la expansión de los medios de pago por parte de la autoridad monetaria. La medida más importante en este sentido fue la instauración en

1977, de un encaje marginal del 100% sobre los depósitos en cuenta corriente de los bancos ⁽¹⁴⁾.

Ahora bien, es indiscutible que la evidencia estadística existente permite concluir, en el sentido de la profundización financiera, la bondad de las estrategias adoptadas recientemente para el sector, dado el notorio incremento del índice utilizado inclusive si se tiene en cuenta los cambios de tipo cualitativo en los componentes de los agregados monetarios. Lo anterior permite concluir que el efecto de la reforma financiera sobre el sector financiero ha sido bastante positivo y que sería conveniente continuar desarrollando lo planteado en la misma.

(14) Ocampo y otros. Op. Cit. p. 259.