

Inversión y endeudamiento en Colombia: un análisis de financiación y sostenibilidad*

Investment and indebtedness in Colombia: A financing and sustainability analysis

Oscar Eduardo Pérez Rodríguez**

Recibido: 8 de abril de 2014
Revisión: 21 de mayo de 2014
Aprobación: 11 de septiembre de 2014

Resumen

El sector financiero ha sido uno de los que han tenido mejor desempeño en años recientes, sustentado especialmente en un mayor endeudamiento privado y en mayores márgenes de intermediación, que le han permitido obtener ganancias por encima del promedio de la economía.

Si bien esta dinámica se presenta como resultado de un buen manejo de la política económica y del dinamismo de nuestra economía, el carácter oligopólico del sector (que

* Cómo citar este artículo: Pérez, O. (2014). Inversión y endeudamiento en Colombia: un análisis de financiación y sostenibilidad. Revista CIFE, 16(24), 69-88.

** Docente de Tiempo Completo, Universidad de la Salle. Magister en Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Colombia. Email oeperez@unisalle.edu.co

le permite imponer y discriminar precios) y la redistribución del ingreso que se genera entre deudores y acreedores, llevan a pensar que se puede estar generando un problema de inestabilidad financiera ante la reducción de los recursos disponibles para inversión y consumo una vez descontados los pagos de las obligaciones crediticias.

Si esta hipótesis es cierta, el ritmo de gasto y crecimiento actual de la economía colombiana se hace insostenible, y estaríamos acercándonos a una crisis de demanda efectiva y alto desempleo.

Palabras clave: financiarización, inversión, deuda, inestabilidad financiera.

Clasificación JEL: E21, E22, E44, G01.

Abstract

The financial sector has been one of the top performers in recent years, especially supported by higher private indebtedness and higher net interest margins, which enabled it to obtain profit above the economy's average.

While this dynamic appears to be a result of good management of economic policy and the dynamism of our economy, the oligopolistic nature of the sector (which allows the imposition of prices) and the redistribution of income generated between debtors and creditors, suggest that a problem of financial instability may be generating due to the reduction of resources available for investment and consumption after deducting payments of debt obligations.

If this hypothesis is true, the rate of current spending and growth of the Colombian economy is unsustainable, and we would be approaching a crisis of effective demand and high unemployment.

Keywords: Financialization, investment, debt, financial instability

Classification JEL: E21, E22, E44, G01

1. Introducción

La economía colombiana ha mantenido un crecimiento sostenido durante los últimos años (incluso en medio de la crisis internacional que se vive desde el 2008), lo cual le ha permitido reducir la tasa de desempleo y la pobreza, al tiempo que se convierte en un polo atractor de inversiones. Buena parte de este escenario positivo se le atribuye a la dinámica que ha mostrado el sector financiero, cuyo crecimiento anual supera al del sector real en cerca de 1,0 % (promedio entre el 2002 y el 2013) y se encuentra un 0,3 % por encima del total de la economía, y que ha hecho posible una expansión de la demanda agregada.

A la expansión financiera se le atribuye la posibilidad de que pequeñas empresas se posicionen en el mercado, al tiempo que los hogares incrementan su consumo, especialmente de bienes durables como vivienda o vehículos, y ayudan así a elevar el bienestar de la población. Pero también hay que aclarar que dicha expansión ha llevado a duplicar los niveles de endeudamiento, lo cual reduce la capacidad de compra e inversión con recursos propios y eleva la dependencia de los agentes hacia el sector financiero, que deben recurrir a créditos (formales e informales) para cubrir muchas de sus necesidades.

Al mismo tiempo, aunque mantiene un ritmo positivo, la inversión crece a tasas cada vez menores, pues antes del 2008 crecía a una tasa cercana al 3 % trimestral, mientras en los últimos cuatro años ha crecido en promedio solo un 1,8 %, con especial impacto negativo en el sector real. Esto ocurre así mientras el capital fluye hacia la generación de servicios y la inversión financiera, actividades con rentas elevadas, pero en las que la creación de valor y la generación de empleo no son tan dinámicas como requeriría la economía y como debería darse para sostener el ritmo de crecimiento económico de esos últimos años.

Adicional a esto, la forma como se ha consolidado el crecimiento puede estar incrementando el grado de dependencia respecto a la dinámica internacional, pues el capital financiero (sea nacional o extranjero) es más volátil y propenso a salir del país ante cualquier coyuntura externa, lo cual generaría una desfinanciación de todas las actividades internas y llevaría a una crisis de liquidez, que en medio de un endeudamiento elevado puede conducir fácilmente a una crisis general de la economía.

A partir de estos argumentos, se puede sostener la hipótesis de que el crecimiento sustentado en el endeudamiento está alcanzando su límite, y que el sector financiero presenta un sobredimensionamiento que puede conducir a una crisis con características similares a la que viven actualmente varios países europeos.

La siguiente sección hace un recorrido por la teoría que relaciona al sector financiero con el desarrollo económico, la tercera muestra el análisis de las variables relevantes al caso colombiano, y finalmente, se concluye.

2. El sector financiero en la teoría económica

La teoría clásica defiende la necesidad de un sistema financiero sólido que permita una transferencia dinámica de recursos entre agentes superavitarios y deficitarios, con el fin de garantizar el pleno empleo de los recursos (Tenjo, 1983).

Sin embargo, si este crecimiento del sector financiero se da sin el respaldo de una dinámica del sector real, se podría caer en un sobredimensionamiento del sector financiero que solo es sostenible mediante la ampliación del nivel de endeudamiento privado. Esto aumenta el riesgo de empresas y consumidores, toda vez que una caída –incluso temporal– de sus ingresos puede desencadenar un problema de liquidez que les impida cubrir sus obligaciones crediticias e incluso mantener sus niveles de gasto, y esto desfinanciaría las actividades de consumo e inversión que generan la dinámica de la economía.

Ante dicha reducción, los agentes pueden financiarse a través de un mayor endeudamiento, lo cual elevaría el riesgo de nuevo, o podrían simplemente reducir los componentes de su demanda, con lo cual la dinámica del sector real se alejaría aún más de la velocidad de crecimiento del sector financiero y aumentaría el desbalance.

Una vez que este proceso ha creado una brecha suficientemente grande entre sector real y financiero, se distorsiona también la relación de ganancias entre un sector y otro con tendencia favorable al segundo. Las ganancias relativamente elevadas en el sector financiero atraen a los especuladores y presionan de manera progresiva un alza en los precios de los activos financieros, creando una tensión entre las ganancias reales y las ganancias financieras esperadas (Harvey, 2010), en la medida en que el ritmo de los negocios no logre generar el flujo de recursos suficiente para sostener las expectativas de los agentes (demanda suficiente para realizar las ganancias esperadas por el aumento en el precio de los activos).

Ahora, es necesario aclarar que el sistema financiero aparece como responsable de la creación y el aumento en las proporciones de estas dificultades, toda vez que el crédito es el canal por el cual se transmiten las expectativas desproporcionadas de los agentes, y sin este sería casi imposible que existiera una demanda suficiente para desbalancear las ganancias y elevar los precios de forma acelerada.

A la dinámica anterior se suma una redistribución del ingreso entre acreedores y deudores a causa del pago de intereses (dinámica estudiada por autores como Palley, 1994, 2010; López Gallardo & Cardim de Carvalo, 2008; Hein & Treeck, 2010, entre otros), el cual tiende a favorecer al grupo con menor propensión a consumir (los capitalistas financieros), y por consecuencia directa, reduce la demanda agregada de la economía, haciendo aún más lento el desenvolvimiento de la economía y profundizando las disparidades entre sector real y financiero.

De esta manera, al unirse todos los elementos señalados antes, se puede encontrar un escenario donde el desarrollo del sistema financiero basado en el crédito alcanza un límite y pasa a convertirse en un factor contractivo de la economía, generando inestabilidad y fragilidad en el aparato económico.

3. Sector financiero e inversión en Colombia

Dado que uno de los actores principales del crecimiento que ha evidenciado la economía colombiana durante los últimos años es el sector financiero, es relevante determinar si su desarrollo es sostenible como lo plantea el Gobierno, o si tiene elementos desestabilizadores de mediano plazo consistentes con el planteamiento de la teoría poskeynesiana.

Para poder determinar esto, analizaremos variables de inversión y endeudamiento, y relaciones de crecimiento y de política monetaria, que a diferencia de las razones financieras convencionales y de los argumentos de calidad de la cartera, pueden dar indicios tempranos de la inestabilidad y serían una herramienta útil en la prevención de una crisis que impactaría a toda la economía.

3.1 Nivel de endeudamiento

Desde la recuperación de la crisis de finales del siglo XX, la economía colombiana ha sustentado buena parte de su accionar en el endeudamiento privado, que creció 271,12 % entre el segundo trimestre del 2002 y el cuarto trimestre del 2013, con un crecimiento especialmente acelerado entre 2006 y 2007, época en la que mostró tasas de crecimiento de 6,3 % promedio trimestral.

Este proceso ha estado acompañado de resultados favorables en términos de calidad de cartera lo que ha permitido que se presente como un escenario sostenible. Sin embargo, dicho argumento desconoce que el indicador de calidad de cartera (ICC) tiende a mantenerse estable durante toda la fase expansiva y solo se revierte en el momento mismo en que estalla una crisis de cualquier tipo.

Tal como se puede apreciar en el gráfico 1, el ICC se mantuvo estable hasta mediados de 1998, momento en que empieza la crisis y el indicador muestra un alza acelerada; posteriormente, cerca del final del 2007 se da una nueva alza en el índice, consistente con el inicio de una nueva crisis (de magnitud mucho menor), para volver a estabilizarse durante la actual fase expansiva.

Gráfico 1. ICC tradicional.



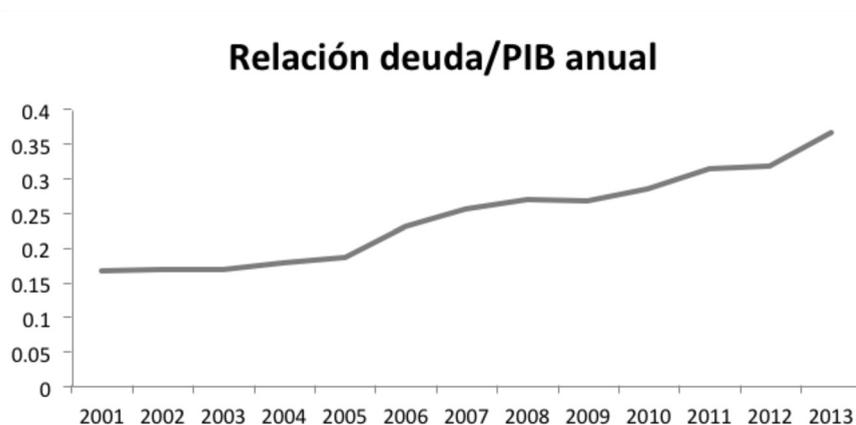
Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia Financiera.

De esta manera, es claro que el indicador no antecede a la crisis sino que responde a ella, en gran parte porque los agentes tienen un interés muy fuerte de mantener su calificación crediticia para no cerrar los canales de financiación, motivo por el cual mantienen una cultura de cumplimiento en tanto las condiciones económicas generales se lo permitan.

Por otro lado, hablar de estabilidad desde esta relación desconoce que el nivel de riesgo es una variable dinámica que depende de elementos más allá del historial del cliente, y que en la medida en que el ingreso crezca por debajo del nivel de endeudamiento, el riesgo de incumplimiento se eleva —antes de que se eleve la morosidad propiamente dicha—; las entidades financieras son las que asumen este mayor riesgo, pues no tienen la certeza de que el agente pueda mantener el grado de cumplimiento que traía hasta el momento con una menor relación deuda/ingreso.

De acuerdo con esto, la señal de insostenibilidad de la deuda no se encontraría en la calidad de la cartera ni el nivel mismo de la relación deuda/ingreso, sino en la velocidad a la que esté creciendo esta relación de endeudamiento.

Gráfico 2. Relación entre deuda y PIB anual.



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de la República.

De acuerdo con el anterior gráfico, entre el 2004 y el 2007 se presenta una aceleración considerable del endeudamiento, proceso que se detiene levemente durante el 2008 y que termina con una nueva fase de aceleración desde 2009 (sostenida hasta la actualidad). Solo en el último año de análisis, esta relación creció un 15 %, reflejo de que esta segunda fase expansiva se sustenta más en créditos de largo plazo –para la adquisición de activos durables como vivienda–, frente a la prevalencia de los créditos de consumo que guiaron la primera fase, y que además ha estado acompañada de una política monetaria activa de promoción a través de reducciones constantes de la tasa de interés.

El comportamiento que muestra esta relación es consistente con el comportamiento normal de los precios de activos inmersos en burbujas, los cuales muestran una aceleración inicial, luego un leve retroceso, para finalmente iniciar el despegue que precede al desplome del mercado (Vasile & Radu, 2012).

De acuerdo con la teoría, para que las decisiones de endeudamiento sean sostenibles en el tiempo es necesario, que la tasa de crecimiento de la cartera sea inferior –o máximo igual– a la tasa de acumulación de capital (Palley, 2010).

Si analizamos los datos de Colombia en el periodo de referencia, encontramos lo siguiente:

Tabla 1. Tasa media de crecimiento en Colombia.

Tasa media de crecimiento (2002-II / 2013-IV)							
Comercio	Consumo	Microcrédito	Hipotecario	Total Bruta	Total Neta	Inversión	PIB
2,85	4,33	6,61	0,81	3,52	2,94	2,28	1,18

Fuente: cálculos propios con datos del Banco de la República¹.

Consistente con los argumentos planteados antes, se observa que el crecimiento de la deuda es superior al ritmo de producción (1,18 %) y de acumulación de capital (2,28 %), lo que da señales claras de insostenibilidad y deja un panorama menos favorable de lo que argumentan las entidades financieras.

Desde la perspectiva de los agentes, este comportamiento implica una reducción de los ingresos disponibles para consumo e inversión, contradiciendo en el mediano plazo el argumento tradicional de mayor financiación gracias al crédito

3.2 Dinámica de la inversión en un contexto de endeudamiento elevado

La inversión es uno de los componentes más importantes de la demanda agregada al generar acumulación de capital y permitir la creación de empleo, elementos fundamentales para la producción de ingreso que requiere el nivel de deuda que está asumiendo la sociedad.

De esta manera, la sociedad que eleva los niveles de inversión al ritmo adecuado podrá generar los ingresos suficientes para cubrir las obligaciones financieras adquiridas y mantener así la sostenibilidad del proceso.

Sin embargo, si las empresas adquieren niveles de deuda demasiado elevados, se enfrentarán con una restricción adicional de liquidez que les limitará las posibilidades de inversión; dicha restricción surge de la proporción de ingresos corrientes que deban destinar al pago de sus obligaciones financieras, de modo que en la medida en que la cartera adquirida crece, la inversión aumenta marginalmente menos.

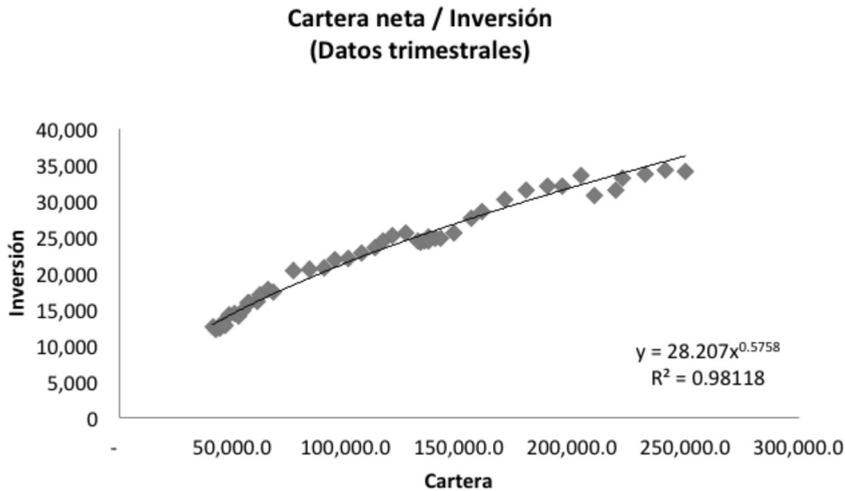
Si esta hipótesis es correcta, al comparar los niveles de deuda con la inversión real, se encontrará que a niveles bajos de cartera la inversión aumentará de forma acelerada, mientras que si la deuda crece, la inversión mostrará una tendencia al estancamiento.

Tomamos entonces los datos trimestrales de cartera neta (el reporte del Banco de la República da información sobre cartera semanal, de forma que se toma el *stock* de

¹ Tasas porcentuales trimestrales.

cartera a cierre de cada trimestre) y de inversión agregada (tomando el dato de formación bruta de capital fijo de Cuentas Nacionales del DANE).

Gráfico 3. Cartera neta / inversión (datos trimestrales).



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de la República.

Tal como se esperaba, cuando el nivel agregado de cartera es relativamente bajo, la inversión muestra un comportamiento acelerado, pero a medida que la deuda se va acrecentando, la dinámica de la inversión se estabiliza con niveles casi constantes.

A partir de los datos, se establece una línea de tendencia cuya ecuación sería²:

$$(1) I = 28207C^{0.5758}$$

Donde I es el nivel de inversión y C es la cartera neta.

De acuerdo con lo que muestran esta ecuación y la línea de tendencia incluida en el gráfico 3, el aumento de la cartera solo impacta de forma parcial a la inversión, y dicho impacto es marginalmente decreciente, lo que evidencia que parte de los recursos solicitados en forma de créditos se destinan a gastos diferentes a la formación de capital, o incluso al cubrimiento de otras obligaciones.

En el caso de financiar otro tipo de gastos, se puede explicar por la dinámica que ha mostrado el mercado durante el periodo de análisis. Este elevado endeudamiento se ha

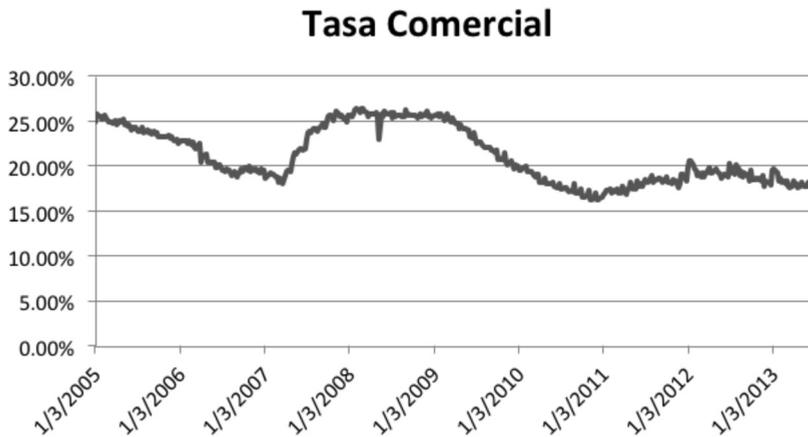
2 Esta ecuación se calcula buscando el mejor ajuste por R2, de forma que la tendencia recoja la mayor cantidad de información posible.

dado en una época dominada por la financiarización, lo cual hace que las inversiones financieras con carácter temporal sean más atractivas que la formación de capital fijo y desvía recursos de las empresas (propios y externos) hacia actividades diferentes a la ampliación de la capacidad instalada.

Por otro lado, si estos recursos se emplean en el pago de deudas adquiridas con anterioridad, puede estar reflejando un excesivo endeudamiento que es imposible de cubrir con los ingresos corrientes de la empresa (esto demostraría directamente la hipótesis de insostenibilidad), o bien una estrategia financiera de cubrir cartera con créditos a menor costo, aprovechando la tendencia a la baja de las tasas de interés durante la mayor parte del periodo, tal como se aprecia en el gráfico 4³.

La reducción es especialmente acelerada entre el 2009 y el 2011, periodo que coincide con la reactivación del crédito y la aceleración de la relación deuda/ingreso (ver gráfico 2).

Gráfico 4. Tasa comercial.



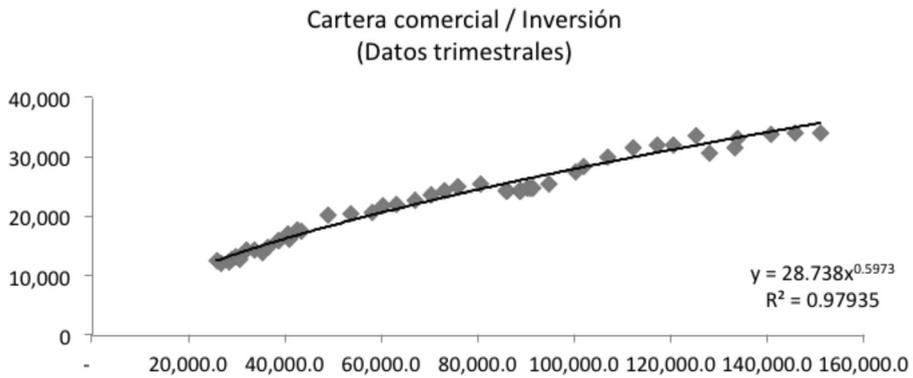
Fuente: elaboración propia con datos del Banco de la República.

Cualquiera que sea el caso, lo relevante es que la inversión va perdiendo fuerza y, por tanto, se dificulta la creación de los ingresos necesarios para responder a las obligaciones crecientes de los agentes. En el caso de los hogares, por la poca creación de empleo, y en el caso de las empresas, por la baja dinámica de las ventas.

3 Se toma como referencia la tasa de interés de créditos comerciales por ser la directamente relacionada con las empresas, pero en general todos los tipos de crédito presentan un comportamiento similar, de forma que se puede tomar como representativo.

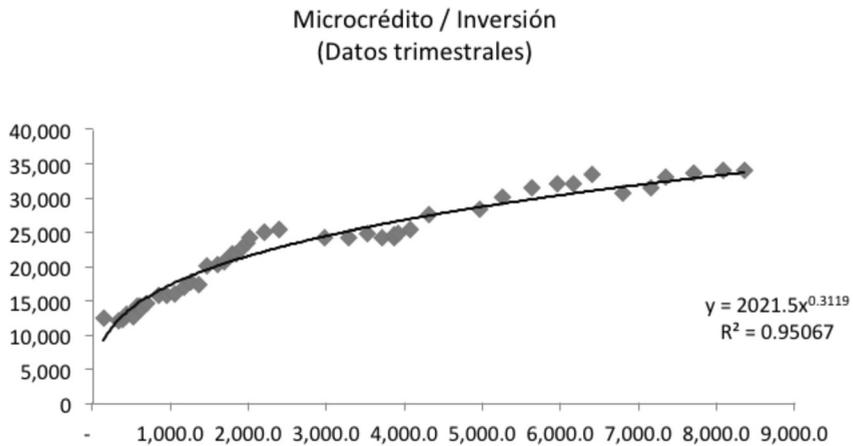
Si se toma la cartera desagregada por tipo, se encuentra que la relación se mantiene en mayor o menor medida:

Gráfico 5. Cartera comercial / inversión (datos trimestrales).



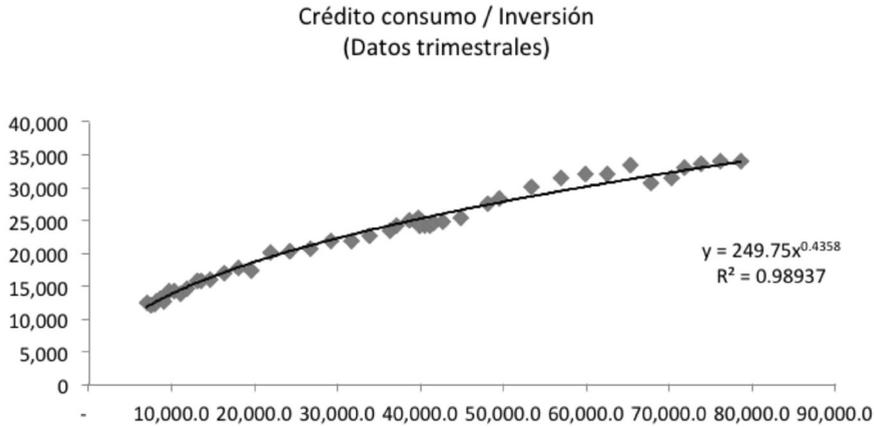
Fuente: elaboración propia con datos del Banco de la República.

Gráfico 6. Microcrédito / inversión (datos trimestrales).



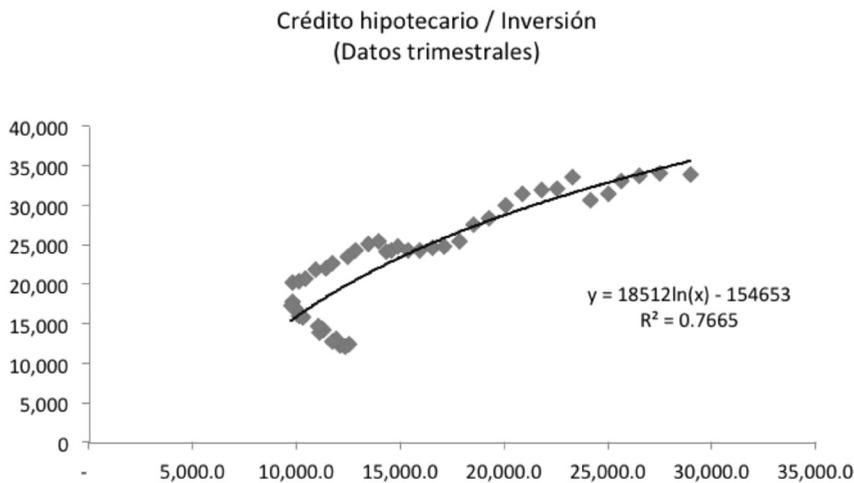
Fuente: elaboración propia con datos del Banco de la República.

Gráfico 7. Crédito consumo / inversión (datos trimestrales).



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de la República.

Gráfico 8. Crédito hipotecario / inversión (datos trimestrales).



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de la República.

Lo que demuestran estos gráficos es que, con independencia del tipo de crédito, la reducción de la demanda puede generar e impulsar el mismo proceso de estancamiento del sector real, pues como se mencionó antes, la generación de empleo depende en gran medida de la inversión, y si esta se estanca, la producción de ingresos para cubrir las obligaciones crediticias se dificultaría.

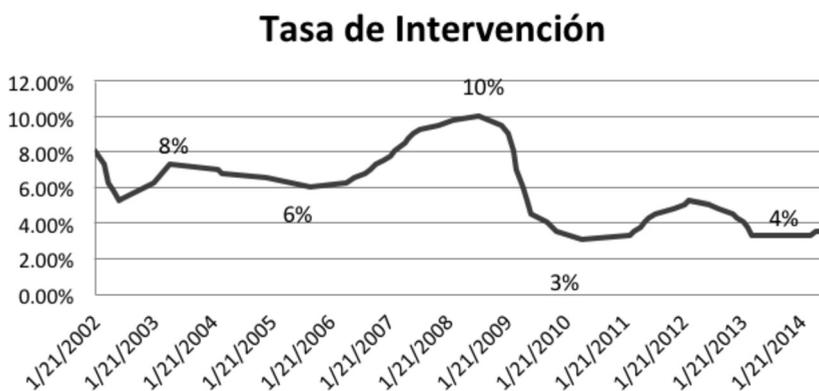
3.3 Tasas de interés y sostenibilidad de la deuda

La tasa de interés aparece como el costo de financiación que deben asumir los agentes al momento de adquirir un crédito, y esta es fundamental, además, en la determinación de los montos que se deben destinar a cubrir las obligaciones, por lo cual su comportamiento será clave para establecer la sostenibilidad de las decisiones.

Ahora, el comportamiento de dicha tasa dependerá de dos elementos: de la política monetaria y de la capacidad que tenga esta última para afectar las tasas comerciales, es decir, de la fuerza del canal de transmisión.

En el caso del primer determinante, la política monetaria en los últimos años ha estado guiada por el principio de inflación objetivo, de forma que mientras permanezcan los bajos niveles de inflación, la política mantiene un carácter expansivo.

Gráfico 9. Tasa de intervención.



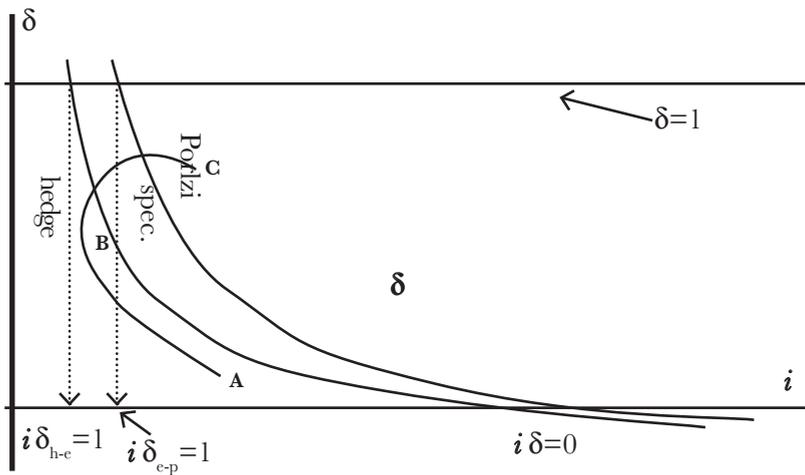
Fuente: elaboración propia con datos del Banco de la República.

En el gráfico 9 se aprecia cómo la política monetaria reflejada en las tasas de intervención del Banco de la República ha mantenido un carácter expansivo, con un periodo de contracción comprendido entre mayo del 2006 y noviembre del 2008, que coincide con el primer periodo de aceleración de la relación de endeudamiento, y con un periodo de estabilización que va desde febrero del 2011⁴ y que coincide con el segundo periodo de aceleración de esta relación (ver gráfico 2).

4 En el primero de estos periodos, la tasa pasó del 6 al 10 %, mientras que en el segundo ha fluctuado alrededor de un 4 % (con un techo de 5,25 % y un piso de 3,25 %), que es de hecho la tasa actual.

La relación que se observa entre la política monetaria y los niveles de endeudamiento se puede explicar desde la teoría de regímenes de financiación planteada por Minsky (1982).

Gráfico 10.



Fuente: Tadeu Lima y Meirelles (2007), con adaptación propia del autor⁵.

Partiendo de una situación cubierta (*hedge*), en la cual el pago de las obligaciones no representa ningún inconveniente (punto A en el gráfico), se estructura una política monetaria expansiva en la que las autoridades reducen las tasas de interés e incentivan el endeudamiento. Durante esta etapa, se genera un estímulo a la economía al promover mayores inversiones y mayor nivel de consumo de los hogares, lo cual a su vez impulsa un mayor endeudamiento, elevando el valor de δ , mientras la autoridad monetaria mantiene su política expansiva (esto fue lo que ocurrió en los periodos 2003-2006 y 2008-2010 en Colombia).

Una vez que el nivel de endeudamiento empieza a entrar en una zona de riesgo (todavía reducido y difícil de percibir), se alcanza el agotamiento de la política monetaria (punto B del gráfico) y las autoridades deben estabilizar las tasas para combatir presiones inflacionarias o reducir una fuga de capitales. Así, mientras la tasa de interés se mantiene en un nivel constante, la razón deuda-capital se eleva dificultando la ejecución de inversiones y la expansión de las empresas, con lo cual los agentes empiezan

5 En los ejes del gráfico se presentan el nivel de endeudamiento $\delta=D/K$ y la tasa de interés i . Se agrega la curva A-C, que muestra el tránsito que realiza la economía entre un momento de estabilidad y el momento final de crisis financiera.

a transitar hacia un esquema especulativo de financiamiento, en el que los ingresos operacionales son insuficientes para financiar al mismo tiempo las nuevas inversiones y el pago de la deuda.

Este escenario se caracteriza por un aumento de tasas de interés, junto con un aumento acelerado de la relación deuda/ingreso y niveles de incumplimiento relativamente bajos, pues los agentes aún se encuentran en una situación cubierta, pero van transitando de forma acelerada hacia un esquema especulativo. Dicha estructura describe de forma muy cercana la situación del 2014 de la economía colombiana.

Una vez alcanzado este punto, una política contractiva o un alza en las primas de riesgo conduciría a los agentes al tercer escenario de esquema Ponzi (punto C del gráfico), en donde los ingresos de los agentes son inferiores al pago corriente de la deuda, de modo que la nueva deuda es superior al nivel de inversión, lo cual es claramente insostenible.

Si bien hasta el momento la economía colombiana no ha alcanzado este último punto, las decisiones recientes de las autoridades monetarias de elevar las tasas de interés (que han pasado de 3,25 a 4 % en apenas tres meses) abren la posibilidad de llegar a dicha situación en la medida en que este aumento se transfiera a las tasas comerciales en medio de una relación deuda/ingreso elevada, tal como se vio arriba.

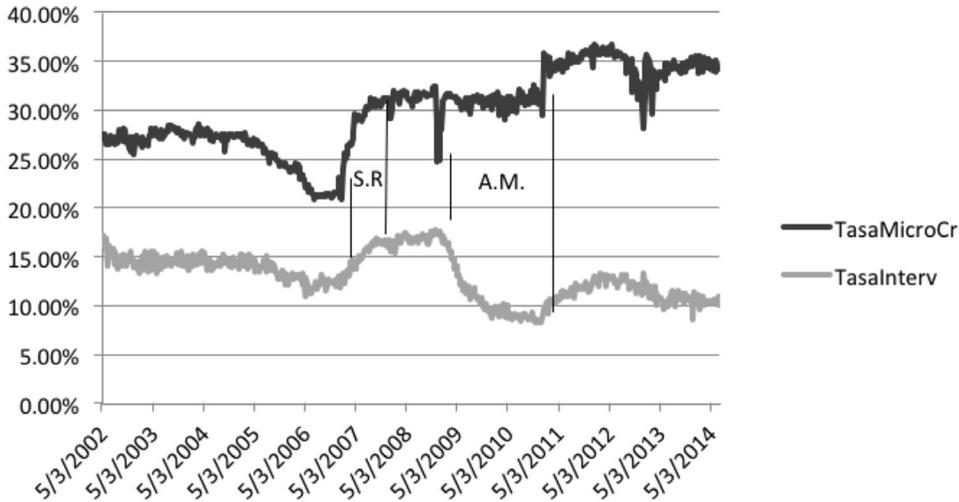
Respecto a dicha transmisión, la teoría poskeynesiana de formación de precios nos permite describir el mercado financiero como un mercado de competencia oligopólica, en el que los empresarios tienen la capacidad de fijar precios manteniendo un margen de ganancias acorde con su poder de mercado y con los niveles de riesgo.

Si observamos el comportamiento de las tasas de colocación de algunos tipos de crédito, podemos observar que durante la fase expansiva su poder de mercado se amplía gracias a la creciente demanda de recursos, mientras que en la fase contractiva este mismo poder les permite transferir a los deudores la mayor parte del riesgo.

Lo que se puede confirmar en el gráfico 11 es que en periodos en que la autoridad monetaria adopta medidas restrictivas, los bancos trasladan más del 100 % del aumento de la intervención a los consumidores (SR), mientras que en épocas de expansión los bancos mantienen sus tasas casi inalteradas y elevan sus márgenes de ganancia (AM)⁶.

6 Cabe aclarar que no todas las líneas de crédito presentan el mismo comportamiento, pero en el caso de los microcréditos (principal canal para financiar las pequeñas empresas) se cumple a cabalidad el planteamiento teórico expuesto.

Gráfico 11.



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de la República.

Ante este comportamiento, es fácil comprender por qué al momento de subir las tasas oficiales se dispara el endeudamiento y se agrava la situación de inestabilidad de los agentes privados, lo cual evidencia que al menos en las fases de contracción existe un canal crediticio de la política monetaria como el que plantea Castillo Ponce (2003), que impacta las decisiones de inversión de las empresas.

De mantenerse —o incluso profundizarse— la política de estabilización que ha empezado a aplicar el Banco de la República finalizando el 2013, el costo del endeudamiento aumentará y llevará a un escenario de insostenibilidad de forma acelerada ante la rápida transmisión de estas políticas contractivas.

3.4 ¿Hacia un esquema *Keiretsu* en Colombia?

En la década de los 90, Japón vivió una crisis de gran magnitud producto de una burbuja inmobiliaria. Esta burbuja se infló, entre varias razones, debido a una particularidad de la estructura empresarial japonesa: el esquema *Keiretsu*, consistente en una integración vertical entre empresas del sector real y establecimientos financieros.

Dicha integración permitió que se inyectara una liquidez todavía mayor a la economía y que el crecimiento de las deudas fuera mayor durante el periodo en que se infló la burbuja.

Una estructura de este tipo permitiría explicar por qué los bancos mantienen sus canales de crédito abiertos incluso al percibir las señales de riesgo, ya que en la medida en que la composición accionaria de las empresas tiende a cambiar a favor de los mismos propietarios de las entidades financieras, y la propiedad del sector real y el financiero terminan asemejándose de forma considerable, los canales de crédito abiertos lo que hacen es financiar sus propios negocios en busca de un aumento mayor de los precios de los activos antes de que comience la crisis abiertamente.

De esta forma, la composición accionaria de las empresas es un factor determinante de la generación de crisis financieras, pues se elimina la aversión de los agentes hacia el riesgo y, por tanto, se lleva a las economías a invertir en sectores altamente volátiles, donde el único criterio de inversión es la posibilidad de conseguir beneficios extraordinarios de forma acelerada dentro de un proceso especulativo.

De igual manera, esto les da información privilegiada a los agentes, dado que tienen claridad sobre la calidad real de la cartera que han generado y saben bien en qué momento pueden –o deben– deshacerse de ella mostrándola como un activo de gran valor. En el momento cuando se realiza esta venta, se da paso también a la caída en el precio de los activos, pues quienes compran de manera desinformada se encuentran con el elevado riesgo que habían asumido los bancos y lo inflados que se encontraban los precios.

Empieza así una espiral de ventas aceleradas en la que cada agente busca recuperar su liquidez de la forma más rápida posible, pero dejando claro que los activos no eran tan rentables y seguros como se planteaba antes del inicio de este proceso y desencadenando la crisis.

Si bien el presente trabajo no pretende demostrar la existencia de una estructura empresarial similar en Colombia (tema suficiente para un estudio adicional), un análisis permite ver que muchos bancos tienen asociadas empresas en sectores como la construcción, el turismo o la diversificación de activos financieros.

Esta ampliación de las actividades y la creación de grupos empresariales que se ha dinamizado en el país durante la última década –con 537 grupos registrados según la Superintendencia de Sociedades–, nos pueden acercar a un escenario de pérdida de controles sobre el riesgo que agudice la inestabilidad ya existente y lleve a una crisis como la que hemos planteado en las secciones anteriores.

4. Conclusiones

Aunque los indicadores agregados de la economía colombiana muestran buenos resultados, hay señales que alertan sobre la posibilidad de que el país atraviese por una profunda depresión producto de la inestabilidad de las decisiones de los agentes.

Las decisiones de política monetaria son fundamentales en la determinación de este proceso, pues una nueva alza en las tasas de interés podría llevar a un esquema de incumplimiento de las obligaciones; igual ocurrirá con cualquier cambio que reduzca la liquidez actual de la economía.

Cualquiera de estos choques desencadenaría un incumplimiento de las obligaciones y, por tanto, llevaría a un cierre de los canales de crédito en el momento en que la calidad de la cartera se reduzca considerablemente y detonaría todos los elementos de la crisis.

Sin embargo, esta crisis no es una crisis exógena. Se trata de un proceso endógeno que se creó durante la fase de auge como resultado de unir una política monetaria expansiva, una saturación del mercado (de pequeño tamaño ante el enfoque hacia afuera del modelo de desarrollo) y un proceso de *financiarización*, es decir, una crisis de endeudamiento (tipo Minsky en términos de Harvey (2010)), los cuales han dado paso a la especulación y a la concentración del ingreso en un país ya inequitativo.

Dado que esta concentración se está dando en manos de grandes capitalistas –que al final se verán beneficiados de la crisis por medio de los salvamentos del gobierno–, la crisis estará enmarcada por una reducción considerable de la demanda, el empleo y la riqueza de la clase media, lo que dificulta la recuperación y hace más traumático el proceso.

Una crisis de estas características resulta imposible de detener una vez ha empezado a gestarse, puesto que el crecimiento de la deuda no se detiene mientras la política monetaria se mantenga en condiciones expansivas, y tan pronto se cambie a una política restrictiva, es inevitable que los agentes empiecen a incumplir una porción de sus obligaciones.

Si bien la tasa de desempleo se ha reducido de manera sostenida, los puestos que se han creado no son de calidad y los ingresos que generan son insuficientes para mantener la demanda y garantizar el cumplimiento de las deudas. Por consiguiente, en el momento en que se desencadene el proceso de crisis, los primeros afectados serán los empleados que mantengan grandes deudas –por ejemplo, créditos hipotecarios– y que estarán en riesgo de perder sus activos.

El comportamiento especulador puede estar empeorando la situación, dado que está generando una inflación en el precio de activos como la vivienda, lo cual distorsiona

aún más las relaciones de endeudamiento y puede llevar a una pérdida de riqueza de todos los agentes, tanto hogares como entidades bancarias que mantengan créditos de esta naturaleza.

5. Referencias

- Adrian, T. & Song Shin, H. (2008). *Financial intermediaries, financial stability, and monetary policy. Staff Report n.º 346*. Nueva York: Federal Reserve Bank of New York.
- Brunnermeier, M. K., Gorton, G. & Krishnamurthy, A. (2012). *Risk topography: Systemic risk and macro modeling. NBER Macroeconomics Annual 2011*. Chicago: University of Chicago Press.
- Castillo Ponce, R. (2003). Las restricciones de liquidez, el canal de crédito y la inversión en México. *El Trimestre Económico*, 0(278), 315-342.
- Gurley, J. & Shaw, E. (1955). Financial aspects of economic development. *American Economic Review*, 45(4), 515-538.
- Harvey, J. (2010). Modeling financial crisis: a schematic approach. *Journal of Postkeynesian economics*, 33(1), 61-81.
- Hein, E. & Treck, T. V. (2010). “Financialisation” in post-Keynesian models of distribution and growth: A systematic review. En: Setterfield, M. *Handbook of alternative theories of economic growth* (pp. 277-292). Northampton: Edward Elgar Publishing.
- López Gallardo, J. & Cardim de Carvalho, F. (2008). Resuming growth in Latin America: short and long term policies. *Revista de Economía Política*, 28(3), 392-413.
- Minsky, H. (1982). Can “It” happen again? *Challenge*, 25(3), 5-13.
- Palley, T. (1994). Debt, aggregate demand, and the business cycle: An analysis in the spirit of Kaldor and Minsky. *Journal of Post Keynesian Economics*, 16(3), 371-390.
- Palley, T. (2010). Inside debt and economic growth: a neo-Kaleckian analysis. En: Setterfield, M. *Handbook of alternative theories of economic growth* (pp. 293-308). Northampton: Edward Elgar Publishing.
- Stockhammer, E. (2000). *Financialization and the slowdown of accumulation. Working Paper n.º 14*. Vienna: Vienna University of Economics and Business Administration.
- Stockhammer, E. (2012). Financialization, income distribution, and the crisis. *Investigación Económica*, 71(279), 39-70.

- Tadeu Lima, G. & Meirelles, A. (2007). A macrodynamics of debt regimenes, financial instability, and growth. *Cambridge Journal of Economics*, 31(4), 563-580.
- Tenjo Galarza, F. (1983). Acumulación y sector financiero en Colombia (1970-1979). Una interpretación. *Cuadernos de Economía*, (5), 7-61.
- Tobin, J. (1963). Commercial banks as creators of “money”. En: Carson, D. (ed.). *Banking and Monetary Studies* (pp. 408-419). Homewood: Richard D. Irwin Inc.
- Vasile, D., Sebastian, T. C. & Radu, T. (2012). Speculative bubbles – A behavioral approach. *Annals of Faculty of Economics*, 1(1), 798-802.
- Yasuhara, T. (2013). Inestabilidad financiera en América Latina desde la perspectiva kaleckiana y minskyana. *Problemas del Desarrollo*, 44(172), 9-27.