

Recuadro 2 Deuda en la economía colombiana: sector público no financiero, sector privado no bancario y hogares (1995-2018)

1. Introducción

Al finalizar septiembre de 2018 la deuda total colombiana, excluyendo bancos y otras entidades financieras, alcanza 111% del PIB. El sector público no financiero (SPNF) contribuye con el 51% del PIB, las empresas privadas con el 37% del PIB y los hogares con el 20%. Ecopetrol S. A., que se contabiliza por fuera del SPNF, explica aproximadamente el 3% del PIB. Como se observa en la Gráfico R2.1, el endeudamiento del SPNF y el de las empresas prácticamente se duplicó en los últimos veinticinco años, aunque en períodos diferentes. Mientras la mayor expansión de la deuda del SPNF fue producto de la crisis de finales de los años noventa, el endeudamiento de las empresas registra su mayor dinamismo en la última década¹.

El aumento de la deuda con respecto al PIB en ese mismo período también se observa en otros países latinoamericanos, como Chile, México y Perú². En 2018 la deuda de Colombia con respecto al PIB se encuentra en niveles muy similares a la mexicana, que equivale a 112% del PIB, por encima

de la peruana, con 93% del PIB, y por debajo de la chilena, que asciende a 170% del PIB. Los mayores niveles de deuda como porcentaje del PIB son propios de procesos de profundización financiera y hacen parte del desarrollo de una economía, siempre y cuando la capacidad de pago de los distintos deudores sea sostenible a mediano y largo plazos.

A continuación se describen los principales aspectos sobre la evolución y características de la deuda del SPNF, las empresas privadas, Ecopetrol y los hogares. La descripción enfatiza en los cambios de la deuda observados en la crisis de finales de los años noventa, la crisis financiera internacional de 2008 y en el período posterior al choque de los precios externos del crudo a finales de 2014.

2. Deuda del sector público no financiero

El saldo de la deuda bruta³ del SPNF con corte a septiembre de 2018 (y sin incluir Ecopetrol), alcanza COP508 billones, que representan el 51,1% del PIB. Este saldo incluye la deuda del Gobierno Nacional Central (GNC), la de las empresas públicas y la de los gobiernos subnacionales, que, en el mismo corte, se ubican en 45,9%, 4% y 1,2% del PIB, respectivamente. Como se observa en el Gráfico R2.2, la evolución de la deuda del SPNF refleja principalmente el comportamiento de la deuda del GNC. Es importante anotar que las cifras de deuda de las empresas públicas, en parte por los procesos de privatización y por la exclusión de Ecopetrol del registro oficial de deuda desde 2008⁴, muestran una reducción en los niveles de endeudamiento. Una situación similar se observa en las entidades territoriales, gracias a los límites al endeudamiento impuestos desde finales de los años noventa⁵.

La dinámica de la deuda del GNC refleja, en general, el comportamiento del déficit fiscal. Con la crisis económica de finales de los años noventa, la deuda ascendió rápidamente desde 18,8% del PIB en 1998 a 43,7% del PIB en 2002, en tanto que el déficit aumentó de 4,5% a 6,5% del PIB entre 1998 y 1999, y luego, descendió a niveles cercanos a 5% del PIB entre 2000 y 2002. En el marco del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), firmado en 1999, se inició un proceso de ajuste fiscal que incluyó reformas en materia de impuestos y de gastos. Como resultado de estas medidas y de un aumento del precio internacional del crudo a mediados de la década anterior, el déficit y la deuda del GNC

1 Para este recuadro la deuda colombiana incluye al SPNF, las empresas privadas no bancarias, los hogares y a Ecopetrol. En general, la deuda comprende las obligaciones de cada grupo o sector con residentes y no residentes. La deuda interna incluye los créditos otorgados por el sistema financiero nacional y la colocación de bonos en el mercado financiero local. La deuda externa incluye los préstamos con la banca internacional, la colocación de bonos en los mercados financieros internacionales, los préstamos entre empresas relacionadas mediante inversión directa y los créditos de proveedores internacionales.

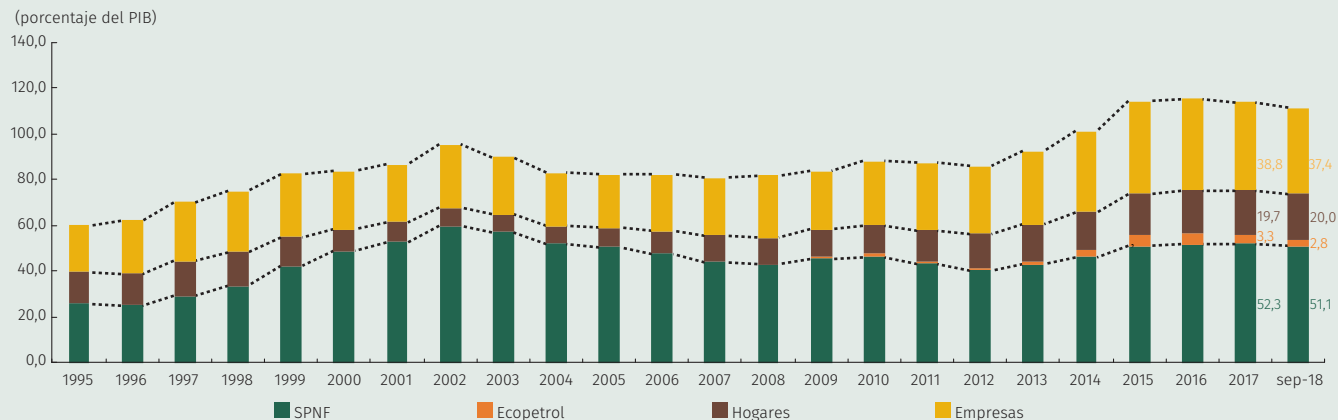
2 Según información del Banco Mundial, de la Cepal y de algunos bancos centrales, se estima que entre 1995 y 2018 la deuda total respecto al PIB de Chile, México y Perú, en su orden, aumentó 75, 36 y 14 pp.

3 Según el manual de estadísticas de finanzas públicas del FMI, la deuda bruta considera el saldo total de los pasivos mantenidos en instrumentos de deuda. Por su parte, la deuda neta se define como la deuda bruta menos la posición del saldo en activos financieros.

4 Durante esa década se privatizaron algunos bancos, así como Terpel (1993) e ISA (1996), entre otras empresas. Posteriormente, se privatizó Carbocol, Telecom y se emprendió la capitalización de Ecopetrol. De acuerdo con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), a partir del primer trimestre de 2008 no se incluye a Ecopetrol en el cálculo del balance fiscal y de la deuda.

5 La Ley 358 de 1997 impuso límites a la contratación de deuda a los gobiernos subnacionales.

Gráfico R2.1
Deuda total



Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico R2.2
Deuda bruta del Gobierno Nacional Central y sector público no financiero^{a/}



Nota: Cálculos como proporción del PIB nominal base 2015.

a/ A partir del primer trimestre de 2008 no se incluyen los activos de Ecopetrol e Isagen. Estas entidades fueron retiradas de la muestra a partir de este período.

b/ La información para sector público no financiero solo se encuentra disponible con corte a septiembre de 2018.

Fuentes: MHCP, IRC y DGPM.

se redujeron gradualmente hasta situarse en 2,7% y 34,3% del PIB en 2007, respectivamente. Con la crisis financiera internacional de 2008 se interrumpió transitoriamente el proceso de ajuste fiscal, y tanto el déficit como el saldo de la deuda aumentaron de nuevo en 2009 y 2010, como se observa en el Gráfico R2.3.

En 2011 y 2012 el déficit y la deuda recuperaron su senda decreciente gracias al repunte del precio del petróleo. No obstante, en 2013 el déficit se mantuvo estable, pero la deuda aumentó de 32,5% a 34,9% del PIB, en gran parte por la emisión de los TES de control monetario por 1,1% del PIB⁶. A partir de 2014 los ingresos del gobierno se resintieron por la caída abrupta de los precios del petróleo; en consecuencia,

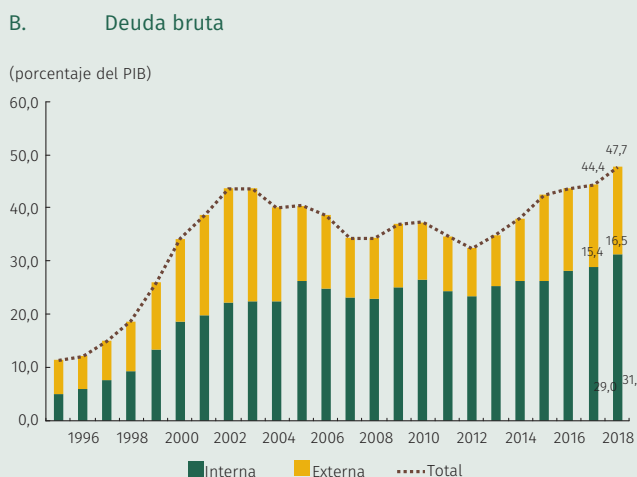
el déficit se elevó a 4% del PIB y la deuda bruta ascendió a 43,7% del PIB en 2016. Con el fin de mitigar los efectos fiscales de la reducción del precio del crudo, el Congreso aprobó una reforma tributaria en 2014 y otra en 2016 que permitieron recuperar el proceso de ajuste fiscal y reducir el déficit a niveles de 3,6% del PIB en 2017 y 3,1% del PIB en 2018. Sin embargo, la deuda continuó aumentando por políticas de manejo de deuda, hasta situarse en 47,7% del PIB en 2018⁷.

Como se acaba de describir, la deuda bruta del GNC responde generalmente al comportamiento del déficit fiscal. No obstante, existen otros factores que afectan su dinámica, como la tasa de crecimiento económico, la tasa de interés real que se paga sobre la deuda y los movimientos de la

6 Estos fueron emitidos por el gobierno nacional en coordinación con el Banco de la República. Su propósito era esterilizar el efecto monetario de las intervenciones del banco en el mercado cambiario. Los recursos de estas colocaciones no hacían parte del presupuesto general de la nación. Las colocaciones ascendieron a COP7,9 billones en 2013 y a COP3,1 billones en 2014.

7 En 2018 el Gobierno Nacional tomó la decisión de posponer la amortización de vencimientos programados para ese año, sin disminuir el tamaño de los desembolsos, lo cual resultó en un aumento del saldo de deuda. El propósito de esta operación fue destinar mayores recursos del presupuesto general a gastos diferentes al servicio de la deuda.

Gráfico R2.3
Composición de la deuda bruta y déficit fiscal: Gobierno Nacional Central

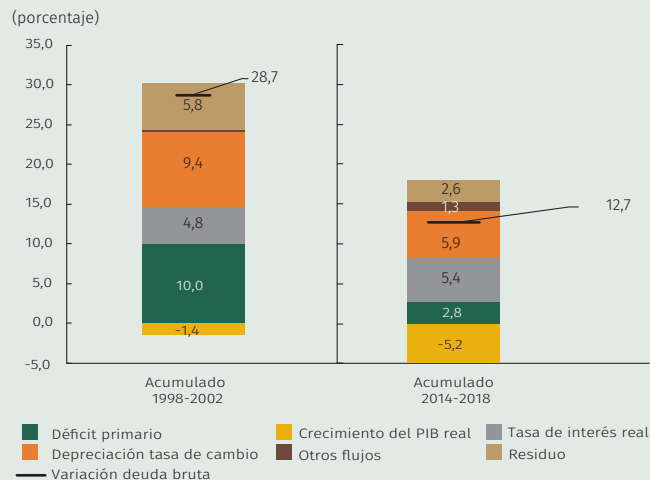


Fuente: MHCP - DGCPNT y DGPM.

tasa de cambio, principalmente. Para evaluar la importancia de estos factores, el Gráfico R2.4 presenta los resultados de un ejercicio de descomposición de los cambios de la deuda para los períodos 1998-2002 y 2014-2018, en los cuales se produjeron situaciones económicas de alto impacto en las finanzas públicas. Como allí se observa, el aumento de 28,7% en el saldo de la deuda durante la crisis de finales de los años noventa se explica, en gran parte por el déficit primario y por la depreciación del tipo de cambio. El choque reciente en las finanzas, debido a la caída del precio del petróleo, condujo a un aumento de 12,7% en el saldo de la deuda, que se atribuye al incremento de la tasa de interés real, a la mayor depreciación de la tasa de cambio y, en menor medida, al déficit primario. El crecimiento del producto observado durante este período, evitó una mayor expansión de la deuda.

Sobre el perfil de la deuda se han observado cambios importantes a lo largo del tiempo, tanto en la composición, como en las tasas de interés, la vida media y el tipo de acreedor. Con respecto a la primera característica, se puede

Gráfico R2.4
Descomposición de la variación de la deuda bruta del GNC

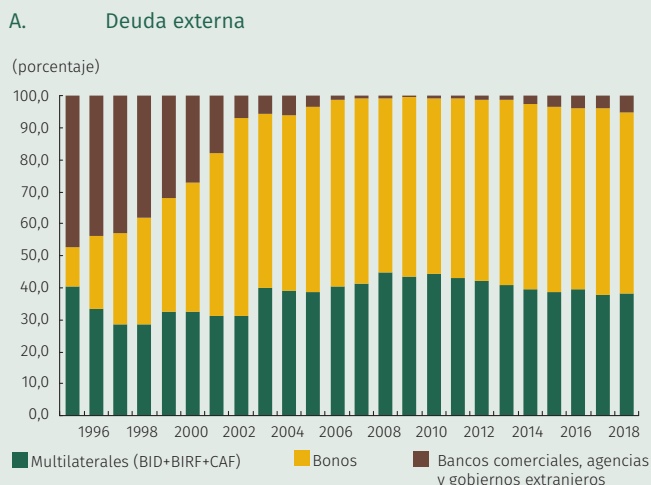


Fuente: elaboración propia.

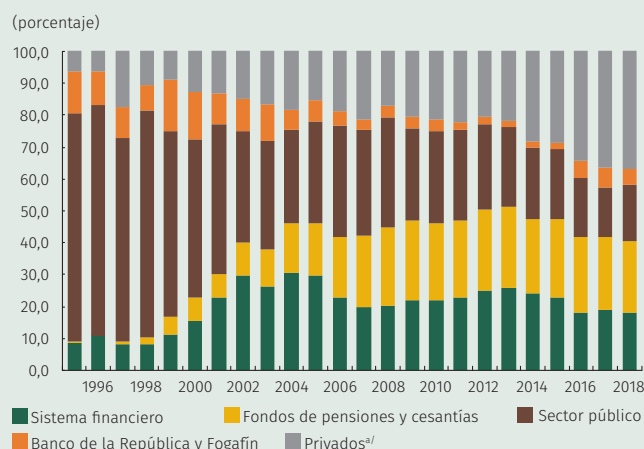
destacar que a principios de los años noventa la mayor parte del endeudamiento del GNC era externo, puesto que aún no existía un mercado de deuda interna. Con el posterior desarrollo de este mercado se observa una recomposición gradual del endeudamiento a favor del crédito local, que alcanzó una participación del 70% en el saldo total de la deuda en 2010. Esta tendencia se mantuvo durante varios años, aunque con el choque petrolero de 2014 el endeudamiento externo aumentó su participación a cerca del 35% del total. Con relación al costo del endeudamiento, los datos indican una disminución en las tasas del crédito interno y externo desde principios de la década anterior. Actualmente la tasa cupón promedio es de 5,3% para la deuda externa y de 7,6% para la deuda interna. La reducción de las tasas externas está asociada con la mayor liquidez en los mercados financieros internacionales después de la crisis económica de 2008. En cuanto a la vida media de la deuda, las cifras oficiales revelan un aumento significativo, especialmente en el componente externo. Mientras el plazo promedio de la deuda interna aumentó de 4,4 a 6,4 años entre 2001 y 2018, en el mismo período el de la deuda externa ascendió de 6,3 a 11,4 años.

La composición de la deuda del GNC por acreedores también presenta algunos cambios importantes en el tiempo. En el caso del crédito externo, la emisión de bonos sustituyó a los créditos provenientes de fuentes diferentes a la banca multilateral. De acuerdo con el Gráfico R2.5, al cierre de 2018 los bonos explican el 57% de la deuda externa total y la banca multilateral el 38%. En el caso del crédito interno, representado principalmente por los TES, el sector público, que era el principal acreedor a principios de los años noventa, fue desplazado por otros agentes, como los bancos comerciales, los fondos de pensiones y otras entidades del sector privado. Al cierre de 2018 estos tres agentes poseían el 77% del saldo total.

Gráfico R2.5
Composición de la deuda pública externa e interna por acreedor



B. Deuda interna



Fuentes: MHCP (DGCPNT) y Banco de la República.

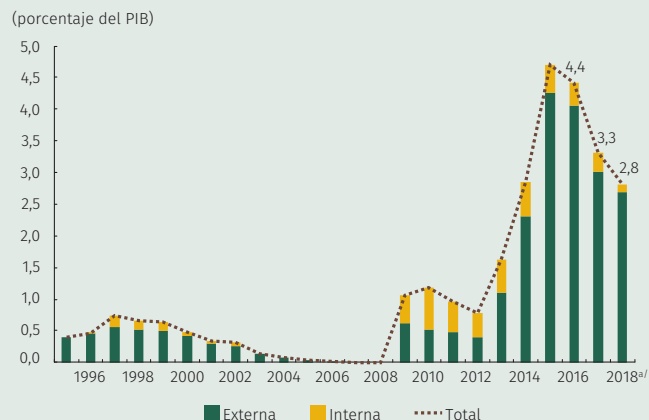
3. Deuda de Ecopetrol

Al finalizar septiembre de 2018 el saldo de la deuda de Ecopetrol se situó en 2,8% del PIB. Como se observa en el Gráfico R2.6, desde mediados de los años noventa y hasta 2007 el endeudamiento de la empresa fue relativamente bajo. Con su capitalización, aumenta la inversión y con ella el saldo de la deuda, especialmente a partir de 2012, debido al inicio de la ampliación de la Refinería de Cartagena (Reficar). Este proceso se realizó en medio de una bonanza de precios externos del petróleo. A partir de 2016 la deuda decrece gradualmente, en parte, por la puesta en marcha de la nueva refinería y por el plan de ajuste que se ejecutó como consecuencia de la reducción de los precios internacionales del crudo.

4. Deuda del sector privado no bancario

A septiembre de 2018 el saldo de la deuda de las empresas privadas no bancarias alcanzó el 37% del PIB, del cual la deuda interna representa el 25% del PIB y el 12% restante

Gráfico R2.6
Deuda de Ecopetrol



a/ Información a septiembre de 2018.
Fuente: Banco de la República.

la deuda externa (Gráfico R2.7). Por otra parte, se encuentra una alta concentración de esta deuda, toda vez que el 1% de las empresas responde por el 78%. Este grupo de compañías operan principalmente en los sectores de industria, comercio, transporte y almacenamiento, y empresas financieras no bancarias⁸.

El plazo de contratación de la deuda comercial interna⁹ vigente fue de 6,6 años, mientras que para la externa este indicador se ubicó en 7,6. Por otro lado, el plazo residual de la primera alcanzó los 4,4 años, mientras que para la segunda fue de 5,3. Estos indicadores presentaron una reducción con respecto a un año atrás para la deuda interna de 0,6 y 0,4 años, mientras que para la externa el descenso fue de 0,3 y 0,1 años, respectivamente.

Entre 1995 y 1998 la deuda del sector privado no bancario se incrementó desde niveles cercanos al 20% del PIB hasta el 27%, aumento que se originó en la mayor deuda externa contratada. Este comportamiento estuvo enmarcado en un proceso de liberalización de la cuenta corriente y de la cuenta financiera del país, lo cual se tradujo en mayores entradas de capitales externos que causaron expansión del crédito, fortalecimiento del peso (en términos reales) y una valorización de los bienes no transables, en especial la finca raíz. Estos factores impulsaron la demanda agregada, lo cual se reflejó en un crecimiento de la economía cercano al 4% promedio anual entre 1992 y 1997.

Posteriormente, entre 1998 y 2002 la reversión en los flujos de capital y la caída de los precios relativos de los bienes

8 Estos cuatro sectores concentran el 69% de la deuda de este grupo de empresas.

9 Plazos del crédito comercial interno de acuerdo con Gamba-Santamaría, et al. (2018). *Informe especial de estabilidad financiera: riesgo de crédito*, segundo semestre de 2018. Informes Especiales de Estabilidad Financiera, segundo semestre de 2018. No incluye bonos para la deuda interna ni para la externa.

Gráfico R2.7
Deuda del sector privado no bancario



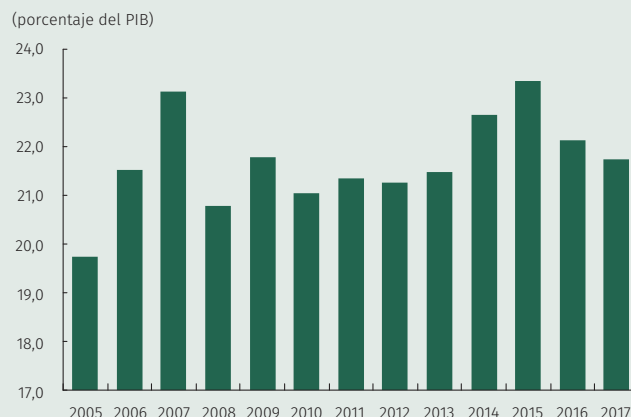
Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

no transables dejó expuesto al sistema financiero, lo que se tradujo en un deterioro en los términos de intercambio y la caída de la demanda agregada¹⁰. En este contexto se registró una reducción en la entrada de capitales externos que afectó negativamente el crecimiento de la oferta de crédito tanto interno como externo y, por ende, el acceso y nivel de la deuda de las empresas. Adicionalmente, la depreciación de la moneda colombiana, inducida por este evento provocó un incremento en pesos de la deuda denominada en dólares, razón por la cual la deuda externa como proporción del PIB aumentó en esos años, a pesar de que su monto en dólares se redujo.

Posterior a esta crisis, la deuda del sector privado no bancario presenta una tendencia creciente, elevándose como proporción del PIB de 24% a 28% entre 2001 y 2008. Este crecimiento ocurrió en un contexto en el que el país experimentó una recuperación económica jalonada por los precios del petróleo y el crecimiento de la demanda agregada, que propiciaron un incremento en la inversión (Gráfico R2.8). Cabe señalar que las empresas financiaron sus proyectos de expansión productiva principalmente contratando deuda con la banca local, la cual aumentó del 12% del PIB en 2002 al 21% en 2008. Adicionalmente, los mayores ingresos externos provocaron una apreciación del peso que tuvo un efecto sobre el indicador de deuda externa a PIB en dólares corrientes, el cual se redujo de 16% a 6% entre 2002 y 2007. Cabe señalar que en este período el saldo en dólares de esta deuda disminuyó alrededor del 5%.

La crisis financiera internacional de 2008-2009 tuvo un efecto transitorio en la economía colombiana, contrayéndose la deuda de este sector en 2 pp del PIB, al disminuir del 28% al 26%. En los años posteriores a dicha crisis la deuda presen-

Gráfico R2.8
Formación bruta de capital fijo de Colombia



Fuente: DANE (cuentas nacionales); elaboración propia.

tó el crecimiento más fuerte de todo el período de análisis, al pasar del 28% del PIB en 2010 al 40% en 2015. La abundancia de liquidez, resultado de las políticas monetarias expansivas adoptadas por las economías desarrolladas del Atlántico Norte¹¹, aumentó la oferta de crédito internacional y la entrada de capitales al país, elementos que, sumados a la subida del precio del petróleo influyeron en el aumento de la oferta de crédito interno y en la reducción de las tasas de interés. Esta coyuntura provocó una expansión de la capacidad productiva de las empresas colombianas financiada por esta deuda, la cual se evidenció en un incremento de la formación bruta de capital fijo como proporción del PIB¹² de 2,35 pp (2010-2015; Gráfico R2.8) y un aumento de los activos externos de estas firmas¹³.

10 Explicaciones y consecuencias de esta coyuntura se pueden consultar en: Villar, Salamanca y Murcia (2005); Arias, Carrasquilla y Galindo (2002); Carrasquilla, Galindo, y Vásquez (2000); Echeverry, y Salazar (1999); entre otros.

11 Los Estados Unidos, Canadá y Europa occidental.

12 Ambas cifras en términos nominales.

13 Las empresas colombianas utilizaron esta mayor deuda para financiar programas de expansión internacional en los sectores de seguros, comercio al por menor, cementos, y alimentos y bebidas.

Por último, de 2015 a 2018 la deuda de las empresas privadas no bancarias descendió 3% del PIB, al ubicarse en el 37%. Durante este período se observó una fuerte caída en los precios del petróleo e inició la normalización de la política monetaria de los Estados Unidos, fenómenos que ocurrieron a finales de 2014 y en 2015. El rápido deterioro de nuestros términos de intercambio y el retiro paulatino del estímulo monetario se reflejaron en la reducción de los flujos externos de capital, el aumento de las tasas de interés internacionales y el fuerte repunte en el precio del dólar, lo cual provocó el aumento en pesos de la deuda denominada en dólares. Estos eventos ocasionaron una caída de la demanda agregada, que se tradujo en una reducción de la inversión como proporción del PIB a niveles cercanos a los de 2010.

5. Deuda de los hogares

A septiembre de 2018 la deuda de los hogares ascendió al 20% del PIB, de la cual las obligaciones hipotecarias representan el 6% del PIB y el crédito de consumo el 14% (Gráfico R2.9). La evolución de esta deuda ha mostrado cambios que se reflejan en la relevancia de cada uno de sus componentes en el total. Por ejemplo, entre 1995 y 2002 la deuda hipotecaria fue la más importante en el total de los pasivos de los hogares, pero perdió relevancia como resultado de la crisis hipotecaria de finales de los años noventa, hecho que contrasta con el incremento continuo desde 2004 del crédito de consumo en el saldo total. A continuación se describe la evolución de estos componentes.

5.1 Deuda hipotecaria

Después del crecimiento registrado en la década de los noventa, la deuda hipotecaria presentó una tendencia decreciente. Desde 1999 hasta 2004 este tipo de deuda cayó, como proporción del PIB, del 9% al 3%, manteniendo este

nivel hasta 2009. Posterior a este período, esta cifra tuvo un crecimiento sostenido hasta llegar al 6% en 2018.

La caída de la deuda hipotecaria de los hogares en los primeros años del siglo XXI ocurrió al tiempo con la recesión de 1999¹⁴. Su efecto sobre el mercado hipotecario se siguió sintiendo tiempo después de superada dicha crisis, reflejándose en el poco dinamismo de este tipo de deuda entre 2004 y 2009.

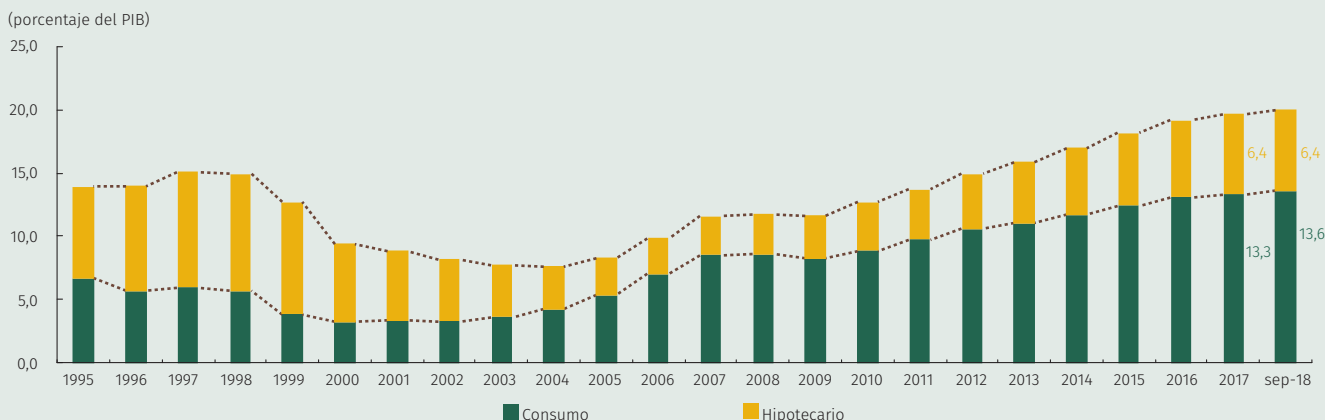
A partir de 2010 se observa una recuperación del crédito hipotecario. Este fenómeno obedece a factores como: 1) mayor confianza en esta modalidad de crédito 2) oferta de financiación en pesos, 3) mayores plazos de amortización (superando los quince años); 4) nueva modalidad de leasing de vivienda, y 5) programas gubernamentales de subsidio a la compra de vivienda nueva, que incluso abarcaron a la clase media (subsidio a la tasa de interés). El choque de los precios del petróleo ocurrido a mediados de 2014 no frenó el crecimiento de esta deuda.

5.2 Crédito de consumo

Así como la deuda hipotecaria, el crédito de consumo de los hogares también se vio afectado por la crisis de 1999 (pasó de representar el 7% del PIB en 1995 a 3% en 2000). Sin embargo, a diferencia de la primera, esta modalidad de deuda dejó de caer en pocos años y desde 2003 registra un crecimiento continuo, pasando del 4% del PIB en ese año hasta alcanzar el 14% en septiembre de 2018. Esta dinámica tuvo como resultado que a partir de 2004 el crédito de consumo

14 Para mayores explicaciones sobre esta coyuntura véase Cárdenas (2003), ANIF (2011), Banco de la República (1999) y Restrepo (1999).

Gráfico R2.9
Deuda de los hogares



Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

se convirtiera en el mayor componente de la deuda de los hogares¹⁵, al representar en 2018 cerca del 70%.

El continuo crecimiento del crédito de consumo desde 2003 ha ocurrido en el contexto de dos hechos: mayor profundización financiera y la expansión de la economía colombiana. El primer hecho se refleja en la mayor cobertura del crédito de consumo¹⁶, la relajación de las condiciones crediticias internas debido al incremento de la liquidez internacional durante el período 2010-2014 y la consecuente reducción de la tasa de interés. Por su parte, la dinámica económica del país se revela en el mayor poder adquisitivo y la reducción del desempleo.

6. Conclusiones

El crecimiento y nivel de la deuda del país aquí analizada responde a un proceso sistemático de mayor profundización financiera e incremento en los niveles de inversión, producción y empleo en general. La deuda se elevó de 75% a 111% del PIB en los últimos veinte años; este comportamiento estuvo acompañado por un crecimiento real del PIB de alrededor de 90% y 50% en términos per cápita, así como de menores tasas de desempleo. Asimismo, la inversión ganó participación dentro de la demanda agregada, aumentando las necesidades de apalancamiento. En los últimos diez años la mayor parte del crecimiento de este indicador fue jalonado por la mayor deuda del sector privado.

La crisis económica de finales de los años noventa condujo al aumento significativo de los niveles de deuda pública, especialmente en el caso del GNC. El proceso de ajuste fiscal posterior a la crisis y la bonanza de los precios del petróleo revirtieron la tendencia creciente de la deuda del Gobierno y redujeron gradualmente su saldo, el cual alcanzó a situarse en un 32,5% del PIB en 2012. No obstante, el choque reciente de los precios del petróleo condujo de nuevo a elevar la deuda pública, que para el GNC ascendió al 47,6% del PIB a finales de 2018. De allí la necesidad de mantener el proceso de ajuste fiscal para contener la tendencia creciente de la deuda pública.

Por su parte, la deuda del sector privado no bancario se encuentra en niveles superiores a los registrados en los años anteriores a la crisis económica colombiana de finales del siglo XX; sin embargo, este nivel y su evolución en lo corrido del presente siglo están en consonancia con el comportamiento de la inversión. Dado que una mayor inversión ge-

nera una acumulación más acelerada de capital productivo, el crecimiento de la deuda de este sector permite un mayor crecimiento potencial. En la medida en que el endeudamiento de las empresas se relaciona con la inversión, un mayor nivel del mismo no representa una vulnerabilidad macroeconómica.

Por último, el crecimiento del endeudamiento de los hogares observado desde inicios de la presente década no ha implicado mayor carga financiera, ya que ha estado acompañado de una reducción en las tasas de interés y de aumentos en los plazos vigentes de las carteras de consumo y vivienda¹⁷. Este mayor endeudamiento también es parte de la profundización e inclusión financiera por la que atraviesa el país.

Referencias

- ANIF (2011). “El crédito hipotecario en Colombia: evaluación del impacto regulatorio postcrisis” (http://anif.co/sites/default/files/uploads/R-Anif-BID0211_0.pdf).
- Arias, A.; Carrasquilla, A.; Galindo, A. J. (2002). “Efectos en bienestar de la represión Financiera”, CEDE, Universidad de los Andes.
- Carrasquilla, A.; Galindo, A.; Vásquez, D. (2000). “El gran apretón crediticio en Colombia: una interpretación”, *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo, Bogotá, XXX (1), pp. 107-115.
- Cárdenas, Mauricio; Badel, Alejandro (2003). “La crisis de financiamiento hipotecario en Colombia: causas y consecuencias”, documento de trabajo, núm. 500, Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Echeverry, J. C.; Salazar, N. (1999). “¿Hay un estancamiento en la oferta de crédito?”, Archivos de Macroeconomía, documento núm. 118, *Departamento Nacional de Planeación*, Bogotá.
- Gamba-Santamaría, S., et al. (2018). “Informe especial de estabilidad financiera: riesgo de crédito”, segundo semestre de 2018, *Informes Especiales de Estabilidad Financiera*, segundo semestre de 2018. *Superintendencia financiera de Colombia; Banca de las Oportunidades*. (2016). *Reporte Inclusión Financiera 2016*, recuperado de <http://bancadelasoportunidades.gov.co/es/reportes/617>.
- Banco de la República (2016). *Reporte de Sistemas de Pagos*, Bogotá, junio 2016.
- Banco de la República (1999). “Problemas actuales del sistema de ahorro y vivienda” (documento interno), enero, Subgerencia de Estudios Económicos.
- Lizarazo, A.; Mendoza, J. C.; Osorio, D. (2018). Recuadro 3 “Carga financiera, plazo y tasa de interés del endeudamiento de los hogares en Colombia: implicaciones para la es-
- 15 4% del PIB versus 3% hipotecario.
- 16 La mayor cobertura de hogares con crédito de consumo se evidencia en estudios según los cuales el porcentaje de adultos con acceso a algún producto con el sistema financiero pasó de 51% en 2006 a 76% en 2016 (reportes de inclusión financiera de la Superintendencia Financiera de Colombia y Banca de las Oportunidades). Por otro lado, la cantidad de pagos con tarjetas creció en el mismo período a un ritmo promedio anual del 13,7% (Banco de la República, *Reporte de Sistema de Pagos*, Bogotá, junio de 2016).
- 17 Banco de la República, *Reporte de Estabilidad Financiera*, segundo semestre de 2018.

tabilidad financiera”, *Reporte de Estabilidad Financiera*, segundo semestre de 2018, Banco de la República.

Restrepo, Juan Camilo (1999). *Memorias de Hacienda 1998-1999*, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Villar, L.; Salamanca, D.; Murcia, A. (2005). “Crédito, represión financiera y flujos de capitales en Colombia: 1974-2003”, *Revista Desarrollo y Sociedad*, (55), pp. 167-209.