



ENSAYOS

sobre política económica

La crisis del sector financiero colombiano

Armando Montenegro

Revista ESPE, No. 4, Art. 02, Diciembre de 1983
Páginas 51-89



Los derechos de reproducción de este documento son propiedad de la revista *Ensayos Sobre Política Económica* (ESPE). El documento puede ser reproducido libremente para uso académico, siempre y cuando nadie obtenga lucro por este concepto y además cada copia incluya la referencia bibliográfica de ESPE. El(los) autor(es) del documento puede(n) además colocar en su propio website una versión electrónica del documento, siempre y cuando ésta incluya la referencia bibliográfica de ESPE. La reproducción del documento para cualquier otro fin, o su colocación en cualquier otro website, requerirá autorización previa del Editor de ESPE.

LA CRISIS DEL SECTOR FINANCIERO COLOMBIANO*

Armando Montenegro

INTRODUCCION

El objeto de este trabajo es explicar la crisis del sector financiero colombiano. El estudio gira alrededor de dos ideas centrales: la primera se refiere al impacto de los cambios en el ritmo de actividad económica sobre la evolución y, especialmente, sobre la estabilidad del sector financiero. La segunda enfatiza la influencia de elementos estructurales, característicos del sector financiero colombiano, que incrementan su fragilidad, especialmente durante la fase recesiva del ciclo económico. Entre estos elementos se encuentran la descapitalización, los mayores costos financieros y operativos de las instituciones de menor tamaño, el creciente endeudamiento industrial y el desdibujamiento de las reglamentaciones, junto con el relajamiento de los controles del Estado sobre las actividades financieras.

En este contexto, la crisis es el resultado de la recesión económica —que sigue a un período de bonanza que estimuló el crecimiento financiero— y que se ha manifestado en el deterioro generalizado de la solidez de los principales intermediarios. Adicionalmente, la crisis financiera ha tenido sus efectos más severos en aquellas instituciones sobre las cuales se manifiestan con mayor intensidad los elementos estructurales mencionados, o sea, en las instituciones más pequeñas, con cartera concentrada en firmas deterioradas, y con escaso control de las autoridades.

Con el objeto de explicar detalladamente estas proposiciones, el trabajo se halla dividido en cinco secciones: en la primera se presenta una visión general de la crisis del sector financiero colombiano; en la segunda se discuten varios de los elementos estructurales que incrementan la fragilidad del sector financiero colombiano; en la tercera sección, se estudia detalladamente la relación de la recesión económica y la reciente crisis financiera; en la cuarta sección se discuten las posibles soluciones a la crisis financiera; finalmente, se presentan algunas conclusiones.

* El autor agradece los comentarios de Juan Carlos Jaramillo, Fernando Montes y Francisco J. Ortega a una versión preliminar de este trabajo.

I. VISION GENERAL DE LA CRISIS: DEFINICION Y DESARROLLO

Paradójicamente los economistas tienen en algunas oportunidades serias dificultades para definir los hechos y las variables sobre los cuales escriben y comentan cotidianamente (1). La crisis financiera es uno de estos casos. En este trabajo se entiende por crisis financiera el deterioro significativo de los indicadores de estabilidad y solidez de las instituciones financieras, que puede dar lugar a quiebras, pánicos, e intervenciones y controles del gobierno de las entidades afectadas (2). Deben destacarse tres hechos en esta definición: a) se trata de una definición que cobija al sector financiero como un todo, y, por lo tanto, deja a un lado problemas aislados de ocurrencia fortuita; b) la crisis no implica **necesariamente** las quiebras y los pánicos, aunque su posibilidad se incrementa con ella; y c) el deterioro puede ser súbito y violento, o progresivo y acumulativo, como ha ocurrido en el caso colombiano en los últimos meses.

Desarrollo de la crisis.

El esquema teórico bajo cuya óptica se ha considerado conveniente analizar la crisis financiera colombiana sigue con alguna libertad varios lineamientos de los estudios de Hyman Minsky, que han sido popularizados por Kindleberger (3). Las características generales de esta visión son las siguientes: a) el sector financiero tiene importantes elementos de fragili-

(1) En algunos casos, cuando es difícil definir algún hecho, se acude con rapidez al expediente de recordar que es muy complicado definir con palabras qué es un elefante o una mujer hermosa, pero que cuando los vemos sabemos bien que tenemos al frente lo que queríamos definir (en el caso de la definición de dinero, ver a Lauchlin Currie (1983) *Moneda en Colombia, comportamiento y control*; Bogotá, Fondo Cultural Cafetero, p. 13-19).

(2) Otras definiciones de crisis se centran en los siguientes conceptos: a) cambios agudos y súbitos en las tasas de interés y los precios de las acciones; b) incremento en las tasas de quiebras y bancarrotas; c) un "test" a la convertibilidad de distintos activos en dinero; d) una amenaza a la estabilidad del sistema. La definición de este trabajo es general pero contiene elementos de las cuatro definiciones mencionadas. Adquiere operabilidad, al poder medir el deterioro de las instituciones financieras por medio de conocidos indicadores, de análisis de balances y otros estados financieros.

(3) Hyman P. Minsky (1982) "The financial-instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy" en C. P. Kindleberger y V. P. Laffarque, eds., *Financial Crises, Theory, History, and Policy*. Hyman P. Minsky (1977) "A Theory of Systematic Fragility", in Edward Z. Altman and Arnold Sametz, eds., *Financial Crisis: Institution and Markets in a Fragile Environment*, New York: Wiley. Kindleberger, Charles P. (1978). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis*, New York, Basic Books Inc. Publishers.

dad, causados por la imperfección de los mercados, por los efectos de los ciclos económicos y por las actividades especulativas de numerosos agentes; b) las crisis financieras a lo largo de la historia presentan ciertos rasgos comunes, cuya identificación facilita su estudio y análisis.

La economía colombiana recibió del exterior, desde la mitad de la década de los setenta, importantísimos “shocks” de oferta y de demanda, cuyos efectos determinaron en buena medida las trayectorias de las principales variables macroeconómicas y delimitaron el campo de acción de las autoridades. Después de una recesión inducida por los efectos del primer “shock” petrolero, sobre la economía mundial, ocurre la gran bonanza del sector externo del país, que se prolongó hasta 1980. A partir de 1981, el sector externo comienza, una vez más, a jalonar el comportamiento de toda la economía, esta vez en forma negativa y sostenida. El ciclo económico tiene una forma muy clara: a mediados de la década de los setenta, el ritmo de actividad económica asciende de una recesión hasta el punto más alto, causado por el “shock” de demanda externa por café y estupefacientes, y luego comienza una fase recesiva más profunda y prolongada que la anterior, que se extiende hasta nuestros días. La crisis financiera se gesta en el ascenso del ciclo y se profundiza en la recesión.

En efecto, se ha observado en numerosas oportunidades que la crisis comienza a gestarse con los efectos de un “desplazamiento”, o sea un “shock” exógeno, que puede ser el descubrimiento de algún metal precioso, el incremento importante del precio de un bien de exportación, etc. El “desplazamiento” crea presiones de demanda, cambia la visión que tienen los principales agentes económicos de la marcha de los negocios; se crean inesperadas posibilidades de ganancias, se estimula la especulación, y se producen importantes reasignaciones de recursos. Obviamente, el “desplazamiento” reciente en la economía colombiana lo constituyen las bonanzas del sector externo de la economía, a partir de 1976.

Naturalmente el desplazamiento da lugar a una significativa aceleración del ritmo de actividad económica. El empleo de los recursos asciende, especialmente en los sectores beneficiados por las nuevas circunstancias. Consecuentemente, se producen excesos de demanda y algunos precios —y con ellos el índice general—, aumentan.

Como consecuencia de los aspectos anteriores, se producen importantes expansiones en el volumen monetario y crediticio. Nuevos y mayores recursos financieros se demandan para soportar la actividad económica generada por el desplazamiento. La oferta de liquidez de la economía aumenta directamente por el incremento de las reservas internacionales y los mayores reintegros por los diferentes rubros de exportación. Ante

estos cambios en la oferta y la demanda de fondos, el sector financiero no se encuentra inicialmente adaptado a las nuevas circunstancias. Se inicia entonces un proceso rápido de expansión financiera. Se multiplican el número y las formas de intermediación. Se implantan innovaciones financieras que permiten acelerar el proceso de expansión del sector, algunas veces evadiendo controles monetarios y legales.

Con la mayor afluencia de recursos y la estructura de propiedad del capital, que se caracteriza por la presencia de conglomerados financieros en posesión de empresas en el sector real, se aceleran los procesos de tomas de empresas con recursos financieros y de endeudamiento industrial. Simultáneamente, surgen importantes ondas especulativas en diversos sectores que debilitan a los intermediarios financieros involucrados.

El final de la onda expansiva y el deterioro del sector financiero comienza con un "desplazamiento" negativo, o sea el final de la bonanza, caracterizado por la caída de los precios y las cantidades de las exportaciones, que habían dado lugar a la fase expansiva de la economía. El sector externo comienza a ser contraccionista y a causar reducciones en la liquidez de la economía. Las tasas de interés, por lo tanto, se elevan considerablemente. El sector financiero que se había adaptado al nivel de actividad de la bonanza, y a las operaciones que trajo consigo, comienza a dar signos de falta de proporcionalidad con una economía que disminuye su ritmo de actividad. El sector real comienza a disminuir su ritmo de crecimiento y a incumplir sus compromisos con los intermediarios. La calidad de la cartera se deteriora y la rentabilidad de los principales intermediarios disminuye. El riesgo de las operaciones financieras se incrementa y aparece en los intermediarios un estado de adversión al crédito (4). Con todos estos factores, se configuran los elementos incluidos en nuestra definición de crisis financiera.

En Colombia este debilitamiento ocurre precisamente en un sector financiero caracterizado por baja capitalización, economías crecientes de escala, por el excesivamente alto endeudamiento industrial —dependiente de la organización de los conglomerados—, y por un relajamiento del ordenamiento jurídico y de la vigilancia de las instituciones financieras por parte del Estado. Estos hechos elevan las posibilidades de quiebras, corridas de depósitos, pánicos, etc., los cuales ocurrieron en alguna medida en 1982.

Estas son las etapas y características de la crisis financiera colombiana que se analizan a lo largo de este trabajo. Por conveniencia expositiva,

(4) Minsky lo llama "discredit" o "revulsion".

en la siguiente sección se repasan brevemente los que hemos denominado elementos de vulnerabilidad del sector financiero colombiano, o sea aquellas características que incrementan el impacto de los hechos que ocurren en el sector real sobre los intermediarios. Una vez realizada esta descripción, en la sección tercera se analiza con detalle la evolución de la crisis financiera.

II. ELEMENTOS QUE INCREMENTAN LA FRAGILIDAD DEL SECTOR FINANCIERO

En esta sección se discuten algunos aspectos que incrementan la vulnerabilidad del sector financiero a los efectos negativos de la fase recesiva del ciclo económico. A continuación, se incluyen comentarios sobre los siguientes tópicos: a) excesos de liquidez en los pasivos del sector y descapitalización del mismo; b) economías de escala en el sector financiero; c) la acción de los grupos y el endeudamiento industrial; d) el atraso, el desorden y la falta de cumplimiento de la legislación vigente; e) los “malos manejos” que en gran medida fueron resultado del punto anterior.

A. Liquidez en los pasivos y descapitalización.

En primer término, es un hecho que el sector financiero colombiano tiene pasivos a muy corto plazo, con relación a sus activos. El continuado proceso inflacionario ha determinado que las preferencias del público se orienten hacia instrumentos con gran liquidez y con posibilidades de redención inmediata. Aparte de los ahorros UPAC, el sistema se ha desarrollado principalmente captando recursos por medio de CDT a noventa días y títulos con descuento a plazos muy cortos. Los préstamos, por el contrario, se realizan a plazos superiores. Por lo tanto, es necesario para el sector realizar importantes transformaciones de términos. Los casos más serios se producen en las corporaciones financieras y las corporaciones de ahorro y vivienda que captan a corto plazo y prestan a largo plazo. Pero también los bancos y las compañías de financiamiento comercial deben realizar alguna transformación entre los plazos de sus activos y pasivos.

La relación entre esta estructura de captaciones y crisis financiera es muy obvia. Cuando los depósitos en general tienen plazos muy cortos, los retiros, ante rumores y temores —fundados o no— pueden dejar sin liquidez a los intermediarios en períodos muy breves, tal como se observó en algunas instituciones en el segundo semestre de 1982. Igualmente, cuando existen dificultades en el lado de los activos, por deterioro en la recuperación de cartera por ejemplo, los intermediarios pueden tener dificultades para cancelar sus pasivos, especialmente si estos dan muestras

de inestabilidad (5). En algunas ocasiones, la estructura de los pasivos obliga a los intermediarios a tratar de mantener tasas elevadas de crecimiento de las captaciones, con el objeto de atender simultáneamente la demanda por crédito y los posibles retiros de depósitos. La literatura ha demostrado que esta es una situación inestable y peligrosa (6).

En segundo término, la situación descrita debe analizarse en forma simultánea con la estructura de capitalización del sector. El capital de un intermediario, entre sus funciones, tiene el objeto de proteger a los depositantes en el evento de una liquidación; de absorber pérdidas imprevistas en el valor de los activos; y de dar una imagen de solidez ante el mercado financiero. Por lo tanto, el respaldo de los depositantes varía directamente con el nivel de capitalización. También, con un menor capital con respecto a los pasivos, aumenta el riesgo de una institución. Infortunadamente, algunos intermediarios financieros colombianos han venido sufriendo una descapitalización relativa en los últimos años, tal como lo muestran algunos artículos de esta revista (7). Adicionalmente este hecho ha coincidido con la fase recesiva del ciclo económico, aumentando la vulnerabilidad del sector a los impactos que recibe en los distintos campos.

B. Economías de escala en el sector financiero.

Estudios y observaciones recientes muestran que en el sector financiero existen al menos tres aspectos económicos que benefician relativamente a las instituciones de mayor tamaño. Estos se refieren a las economías de escala en las operaciones financieras, a los costos financieros y a la mayor confianza que brindan al público en general, las instituciones más grandes.

En primer lugar el estudio de Olver Bernal y Santiago Herrera (8) sobre costos operativos del sector bancario, muestra claramente que existen economías de escala en las actividades de estos intermediarios. Esto

(5) El tema de la estabilidad de las captaciones del sector financiero fue tratado por Patricia Arciniegas (1983). "La Estabilidad en las captaciones de los intermediarios financieros colombianos", DIE, agosto.

(6) Ver, por ejemplo, Hyman Minsky, *Op. Cit.*, quien tipifica esta situación como financiamiento especulativo (en el corto plazo los egresos son mayores que los ingresos). El incremento de las tasas de interés o el deterioro del nivel de ingreso pueden desequilibrar seriamente un intermediario con este tipo de financiamiento.

(7) Ver Patricia Correa y Santiago Herrera (1983).

(8) Olver Bernal y Santiago Herrera (1982). "Producción, costos y economías de escala en el sistema bancario colombiano", Documento de trabajo N° 12, DIE, Banco de la República.

explica que son más rentables las operaciones de las entidades de mayor tamaño, hecho verificado en el trabajo de Herrera en esta revista, y que en situaciones de dificultad (corrida de depósitos y/o deterioro de la calidad de la cartera), las instituciones pequeñas son más vulnerables, por sus mayores costos relativos. Podría pensarse hipotéticamente, que ante un shock, de carácter uniforme para los distintos intermediarios, que reduzca las utilidades de todos ellos, únicamente las instituciones pequeñas podrían sufrir pérdidas, lo cual al ser percibido por el público podría dar lugar a una pérdida de confianza y a sus conocidas derivaciones.

En segundo término, otro trabajo (9), muestra que las tasas de captación de los CDT, o sea, una parte importante de los costos financieros, en los bancos más pequeños son más elevadas. Este hecho se explica parcialmente por el mayor riesgo que exhiben las operaciones de estas entidades, el cual debe ser compensado por medio de un premio pagado a los ahorradores, y por el esfuerzo —también documentado de varios trabajos— de las instituciones menores por captar mayores proporciones del mercado, en forma acelerada (10).

En tercer término, existe una ventaja adicional de los intermediarios de mayor tamaño sobre los pequeños. Se trata de la mayor confianza que proporcionan al público por su imagen de solidez. Este hecho también determina que en circunstancias de crisis de confianza en el sistema, las instituciones más afectadas sean las de menor tamaño, tal como se ha registrado en numerosas ocasiones (11). Al respecto, el público parece percibir que el Estado considera que los daños sociales que causarían las quiebras de las entidades más grandes serían más elevadas que las que ocasionarían las quiebras de los intermediarios pequeños; y que, por lo tanto, las empresas mayores recibirán protección especial de las autoridades.

Las observaciones anteriores ayudan a explicar por qué, sin considerar otros hechos por el momento, en una situación de deterioro generalizado del sector financiero, las instituciones más pequeñas hayan sido las más afectadas. Esta situación ocurrió en Colombia en 1982. De nueve

(9) Hugo Oliveros C. y Laureano Martínez de la Hoz (1982) "Análisis estadístico de las tasas de interés de los certificados de depósito a término - CDT", Documento de trabajo N° 01, DIE, Banco de la República.

(10) Ver Montenegro (1982) "Innovaciones financieras y política monetaria", Revista del Banco de la República, agosto, y Herrera (1983), en esta revista.

(11) Podría pensarse también que, para un grupo de créditos de tamaño similar, los bancos menores tendrán un menor número de deudores y, por lo tanto, concentrarán más el riesgo, incrementando su vulnerabilidad al deterioro de las condiciones de pago en toda la economía.

compañías de financiamiento comercial intervenidas en 1982, siete estaban en el grupo de las menores. El Banco Nacional también se hallaba en el grupo de bancos de menor tamaño y el Banco del Estado estaba entre los de tamaño mediano.

Estos hechos invitan por lo menos a pensar que, ante el deterioro de toda la economía, cuando era necesario que el sector financiero se ajustara proporcionalmente a la reducción de la actividad real, la depuración y el ajuste sucedió en la forma sugerida por los primeros evolucionistas: salieron los más débiles y sobrevivieron los más aptos; con las quiebras, el sistema realizó una etapa en su selección natural, no sin costos y traumas importantes sobre numerosos sectores.

C. Los grupos y el endeudamiento industrial.

La industria colombiana incrementó notablemente su endeudamiento en la década de los setenta y la tendencia continúa en los ochenta (12). Esto se explica por factores que afectan tanto la oferta como la demanda de acciones, o sea, la fuente alternativa al endeudamiento de financiación externa a las empresas. En el lado de la oferta se hallan las ventajas tributarias del endeudamiento y los aspectos relacionados al control de las empresas por los grupos económicos. En cuanto a la demanda, se hallan las bajas rentabilidades relativas de las acciones y, en el campo tributario, la llamada doble tributación.

Creemos, sin embargo, que el aspecto más importante entre los mencionados se refiere a la restricción de la oferta de nuevas acciones, por los riesgos que su emisión trae consigo para el control de las distintas empresas por los grupos económicos. Al respecto, abundan los ejemplos sobre las pugnas y los intentos —fallidos y exitosos— de toma de empresas (13). Además de esta situación, los grupos financieros no tienen mayor interés en inyectar sus propios recursos para capitalizar sus empresas, especialmente si cuentan con determinados intermediarios financieros que les otorgan créditos para desarrollar sus actividades. De esta forma, los grupos se apalancan con los recursos del ahorro del público para crecer. Por lo tanto, evitan el riesgo y lo transfieren, por medio del sistema financiero, a los ahorradores.

(12) Sobre el tema ver Roberto Junguito Bonnet (1979) "Financiación de la industria manufacturera en los años ochenta: Aspectos crediticios y tributarios" en *El sector financiero en los años ochenta*, Asociación Bancaria y Velásquez A. y Zuleta L. (1980) "Capitalización de la empresa, inflación y grupos económicos", en *Inflación y política económica*, Asociación Bancaria.

(13) Ver Hernando Agudelo Villa (1981) *Los zarpazos financieros, el Grupo Gran-colombiano ante la justicia*, y Héctor Melo (1981) "La euforia de las adquisiciones bancarias", *Nueva Frontera*, noviembre 2 de 1981.

En un panorama de altísimo endeudamiento de las empresas industriales, la estabilidad del sistema financiero se reduce considerablemente. En primer lugar, en una situación recesiva como la que vive el país en la actualidad, las dificultades del sector industrial, se transfieren, vía la pobre recuperación de cartera, a los intermediarios financieros. Cuanto mayor sea el nivel de endeudamiento de la industria, o de cualquier otro sector de la economía, mayor será el impacto de la recesión sobre el sistema financiero.

En segundo término, la concentración de la cartera, y los autopréstamos —operaciones frecuentes de los años recientes por parte de los grupos—, tienen, sin ninguna duda, efectos desestabilizadores sobre el sistema financiero. Con esas operaciones, se concentran los riesgos, se evitan los estudios y las previsiones del manejo prudente de los negocios, y se incrementa notablemente la vulnerabilidad de los intermediarios a los problemas del sector real, tal como lo demostró el caso del Grupo Colombia.

En tercer lugar, la toma de empresas, con recursos del crédito, también, como es natural tiene desfavorables consecuencias sobre la estabilidad del sistema. Cuando se escriben estas líneas existe ya suficiente evidencia de que cuando se han utilizado recursos del ahorro financiero para intentar el control de las empresas, los intermediarios asociados a los grupos en pugna han resultado seriamente afectados. El ejemplo más conocido de esta situación es el de las entidades que recientemente participaron en el intento de toma y en la defensa del control de uno de los bancos privados más grandes del país (14).

En general, se puede concluir que la constitución de conglomerados financieros que utilicen recursos del crédito para su expansión, tiene necesariamente consecuencias desestabilizadoras sobre el sector financiero, y, por lo tanto, sobre la economía en general (15). Esto justifica plenamente todos los pasos que se adelanten para obtener su control y la limitación de sus actividades.

D. Atraso de la legislación, desorganización y relajamiento de los controles.

Existe un consenso entre varios observadores en señalar que en la crisis financiera colombiana ha tenido especial importancia el atraso de la ley ante un sistema dinámico, cuyas características evolucionaron hacia

(14) Ver también Agudelo Villa y Melo, *Op. Cit.*

(15) Este punto ha sido desarrollado por Rudolf Hommes (1982) "Revisión de algunos aspectos de la concentración en Colombia" *Desarrollo y Sociedad*, septiembre.

formas no previstas por los legisladores; igualmente se ha planteado que el desorden de las disposiciones con las cuales se trató de adecuar la legislación a las nuevas circunstancias y su escaso cumplimiento, facilitaron también el desarrollo de la crisis (16).

Vale la pena insistir en que no creemos que la causalidad de la crisis se origina en lo jurídico y se propaga a lo económico. El desorden legal, su atraso y su falta de cumplimiento permiten que la crisis financiera, originada por las causas que se discuten en este trabajo, se profundice, y que el Estado pierda herramientas de control y vigilancia que pueden, en alguna medida, aminorar o suavizar el deterioro de la situación del sector financiero, cuando ocurren los hechos económicos que le dan lugar.

En los puntos que se analizan a continuación, se trata de mostrar que el ciclo económico, cuyas distintas fases determinan directamente la evolución de la crisis financiera, influye también en forma importante en el desfase, atraso y falta de cumplimiento de la ley, coadyuvando a facilitar la evolución de la crisis.

1. El atraso de la ley.

En primer término, se debe pensar que la legislación sobre el sector financiero, que comienza con la Ley 45 de 1923 y que se complementa con numerosas disposiciones posteriores, tuvo validez práctica durante el tiempo cuando el sistema financiero conservaba los rasgos que fueron previstos por los legisladores. Sin embargo, la legislación fue menos dinámica que la realidad. La evolución de la economía en la década de los setenta y, particularmente la bonanza del sector externo, causaron un gran crecimiento cuantitativo del sector financiero y un enorme incremento en la complejidad de sus operaciones y procedimientos. Se indujo el cambio tecnológico y se modificaron cualitativamente tanto los comportamientos del público como los de los agentes financieros. Este cambio, como es bien reconocido, fue parcialmente catalizado por las autoridades, por medio de la llamada Reforma de 1974.

Mientras ocurría una gran transformación en el sector financiero, buena parte de la legislación se quedaba atrás, adecuada a un país y a una realidad económica que ya no existían. Las reglamentaciones de esos años, carentes de un ordenamiento general, dictadas apresuradamente, solo en-

(16) Una muestra de varias posiciones que analizan los aspectos jurídicos de la crisis se halla en las ponencias presentadas en el Simposio sobre Mercado de Capitales 1982. Ver también Claudia M. Vaca y Alberto Calderón (1982) "La toma de posesión de las entidades financieras sometidas al control de la Superintendencia Bancaria", Tesis de grado, Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, diciembre.

redaron más la situación (17). El efecto práctico de todos estos cambios fue dejar enormes zonas de comportamiento económico y numerosas actividades financieras sin legislación. Existían varias prácticas que a la luz de las leyes vigentes no eran ni legales ni ilegales, eran "extralegales".

Las actividades de carácter extralegal, no prohibidas por la ley, son solamente limitadas por la moral. Pero también lo moral, o al menos sus manifestaciones prácticas, se alteran con los cambios económicos y con la evolución de las costumbres. Para ilustrar este punto, debe pensarse que prestar al 2% mensual habría sido señalado como usura hace 20 años, y hoy en día quien preste a esa tasa de interés debe considerarse como filántropo o asimilarse a una entidad de fomento (más adelante se discutirá cómo la bonanza y la euforia económica de la segunda mitad de los setenta, produjo un cambio de las costumbres, y en las prácticas económicas, que sin duda relajaron la estrecha moral financiera, adquirida y cultivada en los largos años de pobreza y limitaciones). Sin duda, la consecuencia práctica de los cambios en la moralidad financiera consistió en que se ampliaron los conjuntos de actividades de carácter "extralegal", y, por lo tanto, sin control y vigilancia del Estado. La ley, se alejaba cada vez más de los hechos sobre los cuales se pretendía legislar.

2. El desorden legal.

Este es quizás el aspecto más profusamente ilustrado por los juristas apasionados por el tema. Por lo tanto, basta enumerar aquí, a manera de ejemplo, algunos de los hechos más sobresalientes que ilustran el desorden: el sector financiero, en la práctica, evolucionó hacia una forma de multi-banca, alejándose de la especialización que se había consignado en las normas; numerosos agentes comenzaron a intermediar sin permiso ni control suficientes por la ley; los grupos económicos proliferaron y crecieron, sin normas al respecto; el control no se ejercía a los grupos, como tales, sino a sus partes, aisladamente; el **leasing**, el **factoring**, las compañías autofinancieras aparecieron en el mercado sin una orientación clara. La ley permitió también un sinnúmero de inversiones entre los intermediarios, los cuales además de estimular la formación de grupos, dificultaron enormemente la medición y control de la capitalización del sector.

La consecuencia práctica del desorden legal fue la pérdida de la capacidad del Estado para intervenir en la economía y de controlar y vigilar numerosos sucesos que se estaban gestando en el sector financiero, y que dieron lugar a la crisis financiera y a los acontecimientos de 1982.

(17) Ver Charría, Alfonso (1982) "Comentarios al sector financiero: Estructura desarrollo y perspectivas"; Jaramillo, Esteban (1982) "El sector financiero: estructura, desarrollo y perspectivas"; Rodríguez, Sergio (1982) "Reformas al sistema financiero". Todos editados por la Asociación Bancaria.

3. El relajamiento de los controles.

Este punto trata de ilustrar que la ley, atrasada y desordenada, tampoco se cumplía rigurosamente. Esto ocurría por dos razones: una relacionada con los cambios en la capacidad del Estado para controlar al sector financiero; otra, con el relajamiento de los controles, que se originó por la defensa de los intereses económicos que veían amenazadas sus utilidades por la acción de las autoridades.

En primer término, es un hecho que la diversificación y la complejidad de las operaciones financieras crecieron más rápidamente que la capacidad de control de las autoridades. De igual manera, el cambio tecnológico se desarrollaba de manera más veloz en las entidades controladas que en las entidades controladoras. Se daba así un paso grande hacia la inoperancia de los controles.

En segundo término, se ha discutido en otro trabajo que las políticas y los controles tienen a nivel microeconómico costos sobre los agentes (18). Estos tratan de evitarlos siempre y cuando los beneficios esperados sean mayores que los costos de evasión, una vez incluidos los riesgos. Cabe pensar, al respecto, que en la bonanza externa, cuando las oportunidades de realizar grandes ganancias se multiplicaban, existieron muchos incentivos económicos para eludir los controles. Esta situación, sin duda, se facilitó por los deseos de algunos burócratas de participar de las ganancias anormales en otros sectores de la economía, y por la influencia de los gremios por modificar, a su favor, los controles estatales por medio de sus presiones sobre los escenarios donde se decide la política económica.

E. Los "malos manejos".

En 1982 y al comienzo de 1983 tomaron fuerza versiones que explicaban la totalidad de las quiebras y dificultades de los intermediarios financieros, exclusivamente por los "malos manejos" de algunos banqueros y financistas en general. Se decía que eran la audacia, la irresponsabilidad y el afán desmedido de lucro, los defectos que encarnados en algunos individuos habían dado lugar a las quiebras y a las crisis. Se añadía que la prudencia, la moderación y la decencia debían ser los atributos del comportamiento que con seguridad evitaban situaciones difíciles en el curso de los negocios, en un contexto de competencia.

Sin desconocer que los problemas de inmoralidad han tenido importancia en el desarrollo de la crisis financiera, es necesario señalar que la

(18) Ver Juan Carlos Jaramillo y Armando Montenegro (1983) *Indexación, manejo monetario y política macroeconómica*, Mimeo, julio.

tesis de los “malos manejos” encuentra rápidamente numerosas objeciones (19). Se debe pensar que sin ninguna duda esos factores han existido antes de la crisis y no es posible, sin caer en explicaciones inconsistentes, atribuirles la causa de los problemas del sector financiero. Adicionalmente, si se observan las quiebras financieras en Argentina, Chile, los Estados Unidos, y otros países, que han ocurrido casi simultáneamente en los últimos años, la tesis de los “malos manejos” tendría que explicar una especie de epidemia de inmoralidad que sacudió el hemisferio, en forma súbita.

La tesis de este trabajo tiene muchos más argumentos para dar una explicación valedera a los hechos que observamos. En nuestro concepto, no es la inmoralidad *per se* lo que desencadena el pánico y los retiros masivos de los intermediarios, sino decisiones económicas que resultan equivocadas, tomadas por agentes racionales, con imperfecta información, durante la fase recesiva del ciclo económico. Los efectos del ciclo, como se ha anotado en esta sección, tienen mayor impacto sobre el sector financiero por su vulnerabilidad, a causa de su descapitalización, la falta de controles, etc.

En la fase ascendente del ciclo, se estimulan las actividades especulativas y la toma de mayores riesgos por parte de los distintos agentes económicos. La bonanza permite y valida con ganancias esta clase de actitudes. El riesgo se premia con éxito y con utilidades. Los que sufren pérdidas tienen oportunidades de resarcirse con nuevas empresas. Por el contrario, cuando terminan las bonanzas, disminuyen las oportunidades de ganancias, algunos especuladores pierden, y ya no es posible lograr, por medio de mayores precios, incrementos en las ganancias. La economía pierde dinamismo y comienzan a existir algunos excesos de oferta. En general, el clima de los negocios se deteriora y es entonces cuando los especuladores tienen problemas importantes para realizar ganancias. Con las perspectivas de pérdidas, se acelera el deseo de vender y salir de los activos cuyos precios pueden caer. Las dificultades de algún banco, conocidas por el público, estimulan los retiros masivos. Ya que la causa inmediata de estos movimientos es seguramente alguna operación fallida, el público en general, y también algunos economistas, atribuyen a los “malos manejos” o al exceso de ambición, la causa de todo el desajuste financiero. Se confunden causas por consecuencias y, por lo tanto, se pide el reordenamiento de la economía, bajo líneas puritanas.

El punto central de nuestra argumentación consiste en que, en cierta forma, la audacia y el afán por el lucro varían en razón directa con el ciclo

(19) El corte moralista de estas tesis se sustenta con giros tales como “orgia financiera”, “desmanes bancarios”, “préstamos incestuosos”, etc.

económico, cuya evolución no es perfectamente predecible. No es creíble que los empresarios hayan sido más racionales, o más morales antes de la crisis. Es posible argumentar que quizás en la fase expansiva los agentes toman riesgos mayores y que esto puede conducir a algunos fracasos. Sin embargo, tiene sentido pensar que en una situación expansiva, con buenas oportunidades de ganancias, los errores y las malas decisiones pueden no ser catastróficas para las empresas. Por el contrario, en la fase recesiva del ciclo, los errores tienen mayores posibilidades de ser castigados con la salida del mercado.

Existe, adicionalmente, una razón complementaria que puede explicar la falta de experiencia de algunos empresarios en la recesión. Cuando existen ganancias anormalmente altas, entran a los distintos mercados nuevos agentes cuyos conocimientos de las circunstancias y de los oficios es limitado a causa de su falta de experiencia. Este hecho influye en que su desempeño no sea el óptimo, y que, en una situación difícil, pueda desencadenar la quiebra de sus empresas por decisiones equivocadas. El ejemplo más claro de esta situación es sin duda Félix Correa, de quien se dice que apenas entendía la operación bancaria (20).

Un observador que hubiera estado en el país a mediados de la década de los setenta, que se hubiera ausentado y que volviera recientemente, recibiría grandes sorpresas por los cambios que observaría en el pensamiento de las gentes. Anteriormente, la influencia de las doctrinas neoliberales conducía a la creencia excesiva en tesis que enfatizaban la incapacidad del Estado para adelantar muchísimas actividades, y señalaban al sector privado como la fuente de la eficiencia y eficacia. Por el contrario, en épocas recientes se señala en distintos medios de opinión a los banqueros e industriales como agentes incapaces y erráticos para manejar sus negocios: toman riesgos excesivos, sus inversiones pecan por exceso o por defecto, etc. Ha caído buena parte de la confianza pública en la racionalidad de la iniciativa privada. La mención continuada a "los malos manejos", "la falta de profesionalidad", son solo algunos ejemplos de este cambio abrupto en la visión relativa de los sectores público y privado. Si en la primera etapa se clamaba por la privatización, hoy se pide mayor intervención.

Estos hechos nos muestran cómo en una economía mixta, el Estado debe **constantemente** vigilar e intervenir en la economía, especialmente en los puntos extremos del ciclo económico. Los cambios abruptos en el des-

(20) Alberto Donadio (1983). *Los banqueros en el banquillo*.

empeño de sus actividades, especialmente sus fallas por defecto, pueden tener consecuencias graves sobre el desempeño del aparato económico. La intervención del Estado tiene el objeto de asegurar que los errores de los agentes individuales, quienes buscan beneficios máximos, no conduzcan colectivamente a resultados adversos. El ejemplo clásico de esta situación es la necesidad de expandir el gasto público por los efectos depresivos del exceso de ahorro privado (Paradoja de Thrift). En el caso del sector financiero, la regulación estatal debe buscar evitar, entre otras cosas, que los posibles errores en los cálculos de los intermediarios conduzcan a su ruina, no por este hecho en sí mismo, sino para evitar que la ruina individual se propague a todo el sistema, por medio de una pérdida generalizada de confianza.

III. EL CICLO ECONOMICO Y LA CRISIS FINANCIERA

En Colombia el ciclo económico ha sido determinado fundamentalmente por el sector externo, a través de alteraciones en los precios y las cantidades de nuestras exportaciones. La colombiana es una economía pequeña, sujeta los cambios en la demanda del resto del mundo por nuestros bienes y servicios; es decir, es dependiente de variaciones en el ingreso mundial, de modificaciones en los precios relativos, y en los gustos y preferencias de los ciudadanos de otros países.

La fase ascendente del ciclo económico reciente comienza en 1976, cuando el país comenzó a recibir volúmenes importantes de divisas provenientes de una mejora significativa de nuestros términos de intercambio, que causó modificaciones significativas en las principales variables macroeconómicas del país (Cuadro 1). Posteriormente, el descenso de los precios de nuestras exportaciones y la recesión internacional desde 1981, han originado un continuado y progresivo deterioro del ritmo de actividad económica, que se ha propagado del sector exportador a los demás sectores y ha causado la disminución en el crecimiento de toda la economía.

Los precios se mueven de acuerdo con el desarrollo del ciclo económico (Cuadro 1). La recesión de mediados de los setenta, forzó menores ritmos de incremento de los precios. Los "desplazamientos" indujeron presiones sobre la oferta doméstica y, en consecuencia, se encuentran mayores niveles de inflación. En el año 1978 se logra una menor tasa de crecimiento de los precios, a causa de una respuesta excepcional de la oferta agrícola a las señales del mercado.

CUADRO 1

Varios indicadores macroeconómicos

	Crecimiento del PIB	Crecimiento IPC	Cambio porcentual M ₁ (real)	Tasa de interés promedio (1)	Cuenta corriente balanza cambiaria (millones de dólares)
1975	3.8	17.7	2.01	22.10	30
1976	4.6	25.7	6.17	22.97	682
1977	4.9	28.4	10.33	23.46	827
1978	8.9	18.7	11.98	21.58	820
1979	5.1	28.8	0.45	25.31	134
1980	4.2	25.9	-3.03	30.36	785
1981	2.5	26.4	-2.31	31.80	-655
1982	1.4	24.0	1.04	—	-1.227

(1) Tasa de interés promedio de los principales activos financieros (último trimestre del año), tomado de Carrizosa, M., Fajardo, C. J. y Suescún, R. (1983) "Análisis Económico del Sistema de Valor Constante en Colombia", CEDE, Cuadro XXII, p. 282. Fuente: Banco de la República.

Con la segunda bonanza cafetera y el retorno a la normalidad en el sector agrícola, los precios vuelven a crecer en 1979, 1980 y 1981. La rigidez a la baja de ciertos precios importantes, especialmente los de bienes industriales, ocasiona una disminución en la inflación solo cuando los excesos de oferta son elevados y prolongados. Esto sucede pronunciadamente en 1982 y 1983.

Con el objeto de explicar los efectos del ciclo económico sobre el sector financiero, a continuación se discuten la importancia de las bonanzas en la gestación de la crisis y los cambios monetarios asociados a la fase ascendente del ciclo; posteriormente, se analizan las interrelaciones entre recesión y crisis financiera, los efectos monetarios de la recesión y se hacen algunos comentarios referentes a los problemas asociados a la reducción en el ritmo de inflación.

A. El "desplazamiento": las bonanzas del sector externo.

Antes de que ocurrieran las bonanzas del sector externo, la economía colombiana sufrió un "shock" importante, un ensayo de crecimiento desequilibrado, que inició una serie de cambios más o menos bruscos en la composición de la oferta y demanda agregadas, que conducirían a ganancias "anormales" en su primera fase, y que tendrían grandes repercusiones sobre el sector financiero colombiano. Se trata naturalmente de la estrategia de construcción de viviendas por la administración Pastrana. La creación de las corporaciones de ahorro y vivienda, el incremento en las tasas de interés, sus crecientes captaciones, y el crédito a los demandantes de

vivienda ocasionaron, en el corto plazo, importantes sustituciones de activos y una escasez relativa de viviendas, lo cual originó por algún tiempo precios y ganancias "anormales" mientras el mercado se ajustaba a las nuevas condiciones. Este hecho fue importante por cuanto causó: a) un cambio radical en el sistema financiero colombiano y patentizó su importancia para el crecimiento no balanceado de la economía; b) generó la conciencia entre los inversionistas de que un sector estaba recibiendo utilidades relativamente mayores, lo cual ocasionó significativas movilizaciones de recursos hacia la construcción. La entrada de numerosos constructores al mercado de vivienda y algunas medidas de política, finalmente redujeron las ganancias anormales.

La economía colombiana fue sacudida por las bonanzas del sector externo desde 1976. Los elevados precios del café, y las transacciones ilegales generaron enormes remuneraciones, inesperadas y sin ninguna duda anormales. En estricto sentido económico eran ganancias ocasionales (**windfall gains**) (21). La súbita riqueza de los exportadores no era el fruto de la mayor movilización de la fuerza de trabajo, o del capital fijo. Era un excedente provisional, generado por los conocidos cambios en el mercado mundial. Este fue el "desplazamiento" profundo que recibió la economía colombiana en los años 1970 (22). El desajuste fue mayor por el manejo de la política económica, durante los dos primeros años de la bonanza cafetera. El planteamiento de que la bonanza "es para los cafeteros" dio lugar a una importante redistribución del ingreso a favor de este sector (23).

En cuanto a las actividades ilegales, también se beneficiaron de grandes bonanzas, cuyos efectos macroeconómicos no han podido analizarse completamente por razones obvias. Junto con la bonanza cafetera, crecieron las exportaciones ilegales tradicionales, y las de marihuana y cocaína

(21) Este punto fue analizado por Alvaro Ruiz en su trabajo "Algunos Aspectos de la Política Económica de 1976 a 1980", Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República (mimeo).

(22) La bonanza cafetera por sí sola ilustra el poder explicativo de los planteamientos de Minsky para analizar los ciclos económicos. Al desplazamiento le siguió un crecimiento monetario importante orientado hacia los exportadores. Los cambios de precios originaron un gran movimiento especulativo, el cual sin el respaldo del Estado habría desencadenado una crisis de grandes proporciones, al no realizarse las expectativas de los exportadores privados, y que habría afectado a los intermediarios que financiaban las compras de café. Ver Roberto Steiner (1982) "Estabilización del mercado cafetero y comentarios al manejo del sector en 1977" Documento de trabajo N° 13, Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República.

(23) José A. Ocampo y Edgar Reveiz (1979) "Bonanza Cafetera y Economía Concentrada" Desarrollo y Sociedad, julio.

(24). Estas últimas dieron lugar a importantes flujos de capitales, insumos, y recursos en general, que contribuyeron notoriamente a la "euforia" económica de la época.

Entre los muchísimos aspectos asociados a las bonanzas, nos interesa resaltar dos consecuencias centrales del desplazamiento: el cambio de la visión de los agentes sobre la marcha de los negocios; la consecuente creación de un ambiente especulativo en la economía y su impacto sobre el sector financiero, en el cual ocurren importantes cambios cuantitativos y cualitativos.

1. Creación de un clima especulativo.

En primer lugar, en un sentido amplio, el desplazamiento y la aparición de "windfall gains" en importantes sectores de la economía cambian la visión de los inversionistas hacia los negocios, generando un ambiente de bonanza. De una prolongada situación, durante la cual las ganancias se realizaban por medio de la acumulación, se pasa súbitamente a otra etapa caracterizada por una búsqueda colectiva de ganancias fáciles y rápidas. En cierta forma, se relaja el espíritu moderado y prudente de la ética capitalista tradicional, moldeado a lo largo de años de importantes restricciones y privaciones. En lo que respecta al sector financiero, el contraste fue señalado claramente por el señor Superintendente Bancario, cuando recordó a los banqueros, reunidos en su convención anual, el decálogo del señor Mc Culloch del año 1863 (25).

Existe una manera adicional de analizar el impacto del desplazamiento en la conducta económica de los distintos actores económicos. En una economía parecen existir al menos, dos grupos de agentes (26): a) los especuladores, quienes desarrollan sus actividades buscando ganancias pronosticando la psicología y los cambios de las condiciones del mercado; b) los empresarios, quienes tratan de obtener ganancias con las actividades productivas, relacionadas con los rendimientos de los activos en el largo plazo. Entre los primeros se hallan quienes tienen como actividad principal el comprar para vender a precios mayores. No se limita este grupo exclusivamente a las personas que compran en las bolsas de valores; se hallan allí quienes adquieren finca raíz esperando su valorización, los comerciantes

(24) Ver Roberto Junguito Bonnet y Carlos Caballero Argáez (1978) "La Otra Economía", *Coyuntura Económica*, diciembre.

(25) Germán Botero de los Ríos (1982), *Discurso de Instalación de la Vigésima Convención Bancaria*.

(26) Ver Keynes, J. M. *Teoría General*, Capítulo 12.

que se anticipan a comprar y a atesorar antes de los cambios de precios, etc. Evidentemente la inflación que es atizada por las bonanzas, estimula este tipo de comportamiento. Entre los "empresarios" se hallan quienes se dedican habitualmente a las actividades de producción, invirtiendo con el ánimo de "crear riqueza", en el largo plazo.

El "desplazamiento" y las bonanzas tienen el efecto de alterar la distribución de los agentes entre especuladores y empresarios. Las grandes oportunidades de ganancia y el efecto demostración de importantes grupos de la sociedad (i.e. los cafeteros y los sectores exportadores de bienes ilegales en su bonanza) traen consigo que la proporción de los empresarios disminuya y que el número de agentes especuladores tradicionales incrementen la escala de sus operaciones; con un fuerte impacto, como la bonanza de los años setenta, en cierta forma, la sociedad en general adquiere colectivamente una actitud de especulación y disminuyen los hábitos empresariales. Por esta razón, algunos observadores de la realidad colombiana han anotado con cierta nostalgia que antes se amasaban las fortunas, y hoy en día (en la bonanza), estas simplemente se hacen (27).

Estos cambios en el comportamiento de los agentes tienen obvias consecuencias sobre la evolución de la crisis financiera que ocurre en los años siguientes a la bonanza. Se tienden a relajar los controles del Estado por las razones que se discutieron en la sección anterior; se incrementa el riesgo de numerosas operaciones a causa de la mayor audacia de los agentes; se trata de crecer y de obtener grandes ganancias muy rápidamente; en igual forma, las decisiones son más apresuradas, etc. En general, estos cambios tienden a incrementar la vulnerabilidad del sistema financiero en la fase descendente del ciclo económico, tal como se discute más adelante.

2. Las bonanzas y el desarrollo del sector financiero.

Con la creación de los UPAC y con el desarrollo de la reforma financiera de 1974, había comenzado una etapa gradual de "liberación" financiera (opuesta a la llamada "represión"), por medio de la cual se trataba de impulsar el crecimiento del sector, y de incrementar el volumen de ahorro interno, generado, en el diseño de los reformadores, por la acción creciente de las fuerzas del mercado. Este modelo requería para su implementación un relativo equilibrio en el sector externo que garantizara que factores exógenos no dieran lugar a esterilizaciones bruscas de la liquidez,

(27) Sergio Rodríguez busca las raíces últimas de la crisis en el cambio de la ética económica: "han venido trastocándose los valores y reemplazándose criterios tradicionales y ortodoxos..., haciendo de las actividades especulativas y de la búsqueda de enriquecimiento..., una razón obsesiva de ser". Ver Sergio Rodríguez (1982) "Reformas al Sistema Financiero" Simposio mercado de capitales.

que evitaran el desmonte selectivo de los controles y trabas que habían dado lugar a la represión financiera. Esto fue precisamente lo que no ocurrió. La afluencia brusca de divisas que trajeron las bonanzas, puso a las autoridades en la alternativa de buscar el equilibrio por medio de la tasa de cambio o de la cantidad de dinero. La decisión de acumular divisas, resultado del diagnóstico de que la bonanza era transitoria, cerró el camino de reevaluar el peso. Quedó entonces la única alternativa de utilizar la política monetaria como elemento estabilizador (28).

La política monetaria contraccionista, realizada principalmente por medio del instrumento del encaje, tuvo, sin duda, éxito en el esfuerzo de estabilización, pues la economía mantuvo un crecimiento aceptable con un ritmo inflacionario dentro de márgenes socialmente tolerables y compatibles con los arreglos institucionales existentes. Sin embargo, a nivel macroeconómico, la combinación de severos controles y grandes costos de oportunidad para los intermediarios trajo consigo importantes cambios en la estructura del sector financiero.

En nuestro concepto la estructura del sector financiero puede caracterizarse, en una primera aproximación, por cuatro grandes elementos: los intermediarios (tipo y cantidad), los instrumentos de captación, los instrumentos de colocación, y la organización del mercado financiero. Los cambios que resultan de la evolución y diversificación de estos factores los denominamos innovaciones financieras. Como se ha discutido en otros trabajos, las innovaciones se desarrollan naturalmente en cualquier sistema financiero como resultado del crecimiento de la economía, del cambio tecnológico, del proceso inflacionario, y también de la reacción de los intermediarios a los controles y restricciones del Estado (29).

Ya que el período de la bonanza se caracterizó por un acelerado crecimiento económico, por controles severos, por brotes inflacionarios y por cambios tecnológicos, es natural encontrar que numerosas innovaciones cambiaron sustancialmente la estructura del sector financiero. Entre esas innovaciones, están, vale la pena recordar: el incremento del número de intermediarios (compañías de financiamiento comercial, autofinancieras, etc.); la creación de oficinas y filiales en el exterior que ampliaron la gama de servicios ofrecidos; la aparición de instrumentos de captación tales como ventas de cartera, cuentas convenio, etc.; la evolución de instrumentos de colocación de créditos tales como tarjetas de crédito, el **factoring**,

(28) Infortunadamente existieron varias razones institucionales y políticas que impidieron la utilización de política fiscal como elemento estabilizador. Ver Ocampo y Reveiz, *Op. Cit.*

(29) Ver Armando Montenegro (1982) "Las Innovaciones Financieras y la Política Monetaria", *Revista del Banco de la República*, agosto, y en *El Sector Financiero: estructura, desarrollo y perspectivas*. Asobancaria, octubre.

leasing, etc.; adicionalmente, en la organización del mercado financiero se encuentra que después de las bonanzas, se había profundizado y perfeccionado el desarrollo de grupos financieros, que controlan varios intermediarios y, muchas veces, con ramificaciones importantes en el sector real.

El desarrollo del sector, bajo las líneas bosquejadas atrás, tiene importantes consecuencias para la gestación de la crisis financiera. Como se ha mencionado anteriormente, el control y vigilancia del Estado no previó ni evolucionó con la misma velocidad que el sector, que se encontraba desdibujado y desordenado con los cambios que ocurrieron más o menos caóticamente; los grupos financieros facilitaron el endeudamiento industrial y dieron lugar a peligrosas operaciones que disminuyeron la estabilidad de los intermediarios. Los pasivos del sector, no controlados por las autoridades, incrementaban en la práctica el apalancamiento del sector con respecto al capital, más allá de lo permitido por la ley. Con el incremento del número de intermediarios y con su extensión entraron al sector muchas personas sin conocimientos suficientes, que improvisaban sus actividades (30). Y en general, entre quienes se desenvolvían dentro del sector se hallaban muestras visibles del ambiente especulativo que hemos comentado en estas páginas.

3. La multiplicación de la liquidez y cambios en el sector financiero.

De acuerdo con las observaciones anteriores sobre los cambios en la estructura del sector financiero, un buen grupo de analistas de la crisis del sistema, señalan su origen próximo en la gran afluencia de recursos monetarios y reales que súbitamente ingresaron al país con las bonanzas, a partir de 1976 (31). La cantidad de dinero se multiplicó directamente por la conversión a pesos de las divisas provenientes de los productos favorecidos por las bonanzas y de los ingresos de capital especulativo (atraído por el diferencial entre las tasas de interés internas y externas), e indirectamente por la introducción de innovaciones financieras, de distinto tipo.

La última afirmación se fundamenta en el hecho de que "dinero" es una construcción arbitraria de medios de liquidez. Es un hecho histórico que en las épocas de euforia económica, cuando las autoridades se esfuerzan por controlar una definición particular de dinero, los agentes econó-

(30) Carlos Caballero Argáez y Mauricio Avella (1982) "El Sector Financiero: Itinerario de una Década", en *El sector financiero: estructura, desarrollo y perspectivas*, Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá, octubre de 1982.

(31) Ver por ejemplo, conferencia dictada por el doctor Germán Botero de los Ríos, Superintendente Bancario, ante la Convención Bancaria, Cartagena, octubre de 1982, pp. 12-16.

micos terminan por crear nuevos métodos de liquidez para evitar los controles, por medio de innovaciones. De esta manera, la economía recibe gran parte del "desplazamiento", que la autoridad pretendía controlar. Se ha calculado que en 1979, M_1 estaba subestimado en más de un 15% por la aparición de las ventas de cartera, una de las innovaciones más difundidas (32).

Si se analizan dos definiciones de dinero, los efectos monetarios del "desplazamiento" se pueden observar en el Cuadro 2. Desde finales de 1975 a finales de 1979, M_1 crece un 17% en términos reales, al tiempo que los cuasidineros crecen 74% durante el mismo período. Estas cifras muestran claramente la cantidad de recursos que el sector financiero tuvo que movilizar durante esos años. Estos hechos configuran algunos de los aspectos monetarios más importantes de esos cinco años: a) el gran crecimiento de la liquidez a pesar de los severos controles monetarios y b) el menor crecimiento de los medios de pago con respecto a los demás activos del sistema, a causa del paulatino incremento de las tasas de interés (Cuadro 1), lo cual reduce paulatinamente la proporción de recursos sin costos finan-

CUADRO 2

Evolución de algunos indicadores monetarios

(Valores reales precios 1968)

	Efectivo	Depósitos Cta. Cte.	M_1	M_2	Cuasi- dineros ($M_2 - M_1$)	Coloca- ciones
1975	42.522	76.260	118.780	183.066	64.286	
1976	48.562	84.631	133.192	217.713	84.521	
1977	51.380	79.061	130.440	218.979	88.539	
1978	57.120	86.919	144.416	252.006	107.590	99.256
1979	57.308	86.361	140.018	252.341	112.323	92.424
1980						
Marzo	33.954	90.018	123.612	229.386	105.774	101.943
Junio	32.498	89.161	120.581	224.888	104.307	101.010
Septiembre	28.174	84.023	113.520	226.916	113.396	103.087
Diciembre	53.633	80.739	132.113	264.299	132.187	122.265
1981						
Marzo	31.638	87.085	118.296	264.974	146.678	124.401
Junio	34.502	83.369	117.871	261.172	143.301	117.352
Septiembre	29.466	79.242	111.133	259.938	148.800	122.422
Diciembre	49.535	77.669	126.749	291.426	164.677	135.407
1982						
Marzo	31.191	83.592	114.783	284.987	170.204	130.455
Junio	34.213	83.367	117.580	288.295	170.715	131.892
Septiembre	32.504	79.405	113.148	279.618	167.697	136.736
Diciembre	50.764	77.312	128.077	291.974	163.898	136.011

Fuente: Banco de la República.

(32) Ver Grupo de Estudios (1982) "Controles Monetarios y Distorsiones Estadísticas", Ensayos sobre Política Económica, número 1, p. 161.

cieros para los bancos, hecho que, sin duda, ha tenido efectos negativos sobre su rentabilidad, y que muestra la creciente importancia de los nuevos intermediarios en la economía (33).

De los distintos efectos del crecimiento monetario sobre la estructura del sector financiero, vale la pena enfatizar aquí que la abundancia súbita de recursos para intermediar tiene efectos diferentes si los intermediarios son más o menos competitivos, o si los intermediarios están vinculados a grupos económicos y utilizan los nuevos recursos para la expansión de los conglomerados.

En el primer caso, cuando la estructura del mercado es competitiva, se puede plantear hipotéticamente que la abundancia de fondos crearía las condiciones para satisfacción de proyectos de inversión, para la asignación de capital de trabajo, y para la expansión del consumo, y, al menos teóricamente no se alteraría la composición del mercado financiero. Por el contrario, cuando los intermediarios pertenecen a conglomerados, que actúan en un ambiente especulativo, la mayor cantidad de recursos acelera el proceso de concentración y la ampliación de los grupos. Es bien conocido que en este caso los recursos de crédito no se asignan de acuerdo con los criterios de eficiencia económica sino que se concentran en las empresas de los distintos grupos, o se utilizan para adquirir nuevas firmas. Adicionalmente, el proceso de concentración se facilita por la ineficacia del Estado y de sus entidades de control (34), que en la práctica se refleja en la relajación y desorden legal y en la limitación de su capacidad de control monetario y crediticio.

Parece estar documentado el hecho de que en la época de bonanza los bancos medianos y pequeños —pertenecientes a grupos en expansión—, crecieron más rápido, y utilizaron con más audacia los métodos para eva-

(33) Esto se puede apreciar con mayor claridad en el siguiente cuadro:

Crecimiento promedio anual de algunos activos financieros

	%
Depósitos en cuenta corriente	23.9
Efectivo	25.4
Depósitos de ahorro	31.2
CDT UPAC (1)	45.8
Cuentas ahorro UPAC (1)	91.6
CDT bancos y corporaciones	198.7

(1) Calculado para el período 1974-1981. Véase también Aguilar "Los Bancos de la Política Monetaria 1979-1980". ABC, mayo de 1981.

(34) Rudolf Hommes, (1980) ¿Es posible controlar el poder económico? Estrategia, diciembre.

dir los controles monetarios (35). Con frecuencia, este crecimiento se apoyó en altas tasas de captación y en créditos concentrados en el grupo al cual pertenecían los bancos, tal como quedó en evidencia con los casos de los bancos del Estado y Nacional. Este sistema de operación es altamente riesgoso, y solo es sostenible cuando las empresas del grupo son boyantes. Por el contrario, como se verá más adelante, cuando el ciclo económico entra en la fase recesiva y los deudores, en quienes se ha concentrado el crédito, tienen dificultades para cumplir sus compromisos, la estabilidad financiera del grupo comienza a flaquear.

B. La recesión y la crisis financiera.

Bajo la óptica del esquema con la cual se analiza la crisis financiera, ésta tiene sus mayores probabilidades de desarrollo en la fase recesiva del ciclo económico, por el debilitamiento que sufren numerosos intermedios y por su vulnerabilidad causada por los factores estructurales que se describieron anteriormente. Con el objeto de explicar esta parte de la evolución de la crisis se analizan los siguientes puntos: a) los efectos de la evolución del sector real, en su fase recesiva, sobre el sector financiero; b) la evolución monetaria durante la recesión y c) los efectos de la disminución del ritmo de inflación sobre el sector financiero.

1. La recesión económica y la crisis financiera.

Anteriormente se comentó que la economía colombiana comenzó a mostrar un lento ritmo de crecimiento a partir de 1980, hasta alcanzar el 1.4% en 1982. En este proceso, los sectores más afectados fueron el exportador, el agrícola y el industrial. En forma simultánea, la economía comenzó a sufrir un cambio importante en la composición de la liquidez: el sector externo se convirtió en contraccionista, en forma severa, y el sector público, por el déficit fiscal, se tornó en expansionista. La reducción de la liquidez (Cuadro 2) creó presiones alcistas en las tasas de interés.

Debe anotarse que la combinación de baja demanda y altas tasas de interés configura lo que se denomina "efecto tijera", por cuanto los cambios en ambas variables tienden a limitar seriamente el flujo de caja de las empresas, especialmente por sus dificultades para realizar ajustes en algunos precios, en el corto plazo.

(35) Armando Montenegro "Innovaciones Financieras y Política Monetaria", Op. Cit.

A continuación, se enumeran varios efectos que se transmiten al sector financiero por las dificultades del sector real de la economía.

En primer término, se ha observado que durante la fase expansiva del ciclo, con el crecimiento económico, el crédito de los intermediarios crece, existe mayor rotación de la cartera, y los agentes económicos atienden sus compromisos con las instituciones financieras más o menos cumplidamente. Sin embargo, cuando cae la demanda efectiva, a causa de un "desplazamiento" negativo como la disminución de las exportaciones, los inventarios se acumulan y los empresarios tienen dificultades para transformar las mercancías en recursos líquidos para cumplir sus compromisos con sus empleados, proveedores, con sus banqueros, y demás prestamistas. Esta situación lleva a algunas empresas a los concordatos y a las quiebras. De otra parte, la continuación de la producción se lleva a cabo necesariamente con mayor cantidad de crédito, pues los fondos propios de las empresas caen, existiendo las dificultades conocidas para emitir acciones. Ambos efectos, se reflejan en el crecimiento de la cartera de dudoso recaudo de los bancos y otros intermediarios (Cuadro 3), y en la gran demanda de crédito, especialmente el primario, de bajo costo, que se ha traducido en el apreciable volumen de solicitudes de esa índole a la Junta Monetaria a finales de 1982 y los primeros meses de 1983.

La relación directa entre la evolución de cartera bancaria de dudoso recaudo y el ciclo económico se describe en el Cuadro 3. Allí se aprecia claramente cómo en la recesión de 1974-1975, la cartera de los bancos se deteriora notablemente. Posteriormente, con la recuperación económica causada por la bonanza, este indicador mostró signos favorables. Finalmente, a partir de 1980, de nuevo empeora considerablemente. En un pro-

CUADRO 3

Participación de las deudas de dudoso recaudo en el total cartera bancaria (%)

1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982*
4.0	4.0	3.0	2.8	3.3	3.3	3.7	8.4

Fuente: Balances de los bancos.

ceso paralelo al deterioro de la cartera, en este período se puede apreciar cómo la rotación de la cartera bancaria se hace más lenta, a medida que las dificultades de las empresas aumentan con la deficiencia de demanda (Cuadro 4). Resultados semejantes se hallan en las corporaciones financieras, tal como se puede apreciar en el Cuadro 5, y en las corporaciones de ahorro y vivienda (36).

(36) Ver Patricia Correa (1983) en esta revista.

CUADRO 4

Rotación de cartera de los bancos

	Préstamos y descuentos vigentes (Millones \$)		Préstamos nuevos (Millones \$)		Rotación		Préstamos y descuentos vigentes (Millones \$)		Préstamos nuevos (Millones \$)		Rotación	
					trimestral	anual					trimestral	anual
1975	I	31.294	13.934	0.46	1979	I	84.761	59.389	0.70			
	II	32.745	15.233	0.48		II	86.978	57.510	0.67			
	III	36.914	19.113	0.55		III	90.329	59.657	0.67			
	IV	38.063	15.858	0.42	1.85	IV	95.889	85.320	0.92	2.93		
1976	I	39.826	17.200	0.44	1980	I	97.036	89.353	0.93			
	II	40.182	16.771	0.39		II	103.905	96.178	0.96			
	III	44.606	23.646	0.56		III	107.607	109.884	1.04			
	IV	48.652	24.102	0.52	1.86	IV	48.061	115.278	0.90	3.59		
1977	I	52.925	27.086	0.53	1981	I	158.483	66.845	0.44			
	II	57.344	29.058	0.53	2.05	II	161.794	54.957	0.34			
	III	63.956	31.192	0.51		III	172.450	72.313	0.43			
	IV	70.029	37.722	0.56		IV	211.715	97.479	0.50	1.66		
1978	I	70.392	34.888	0.50	1982	I	211.802	78.752	0.37			
	II	77.411	39.441	0.53		II	220.013	87.980	0.41			
	III	80.583	44.386	0.56		III	240.228	97.049	0.42			
	IV	85.422	48.971	0.59	2.13	IV	251.936	86.757	0.35	1.52		

Fuente: 1975-1979, Fernando Montes "Los indicadores monetarios tradicionales y la liquidez de la economía", Revista del Banco de la República, diciembre 1981, 1980-1982 cálculos propios.

En segundo lugar, se ha comentado que existen numerosos factores que inciden negativamente sobre la rentabilidad bancaria. Entre ellos se han mencionado: el lento crecimiento de captaciones por cuentas corrientes en todo el sistema, y para las instituciones de menor tamaño, la existencia de costos relativamente mayores debido a su escala de intermediación. Adicionalmente, se puede observar que la pérdida de calidad de la cartera y la menor rotación también ocasionan que la rentabilidad disminuya. A manera de ilustración, en el Cuadro 6 se muestra cómo la rentabilidad del sector bancario, medida por distintos indicadores, se ha deteriorado constantemente desde 1980. Resultados semejantes se encuentran en las corporaciones financieras, tal como se puede apreciar en el Cuadro 5 (37).

CUADRO 5

Corporaciones financieras - Indicadores

	Utilidades activo total	Utilidades/capital pagado + reserva legal + reserva eventual	Renta- bilidad activos riesgo	Calidad de la cartera *
Junio				
1978	1.27	12.50	1.55	3.25
1980	1.45	14.61	1.91	7.0
1982	0.63	7.07	0.92	8.13

Fuente: Martha Lee W. (1983) "Corporaciones Financieras Privadas", DIE, Banco de la República.

* Incluye (cartera vencida + deudas de dudoso recaudo)/cartera total.

En tercer lugar, vale la pena insistir que los efectos que tiene la recesión sobre los agentes de financiamiento especulativo influyen negativamente sobre la estabilidad del sistema financiero. Como se vio anteriormente, algunos de estos agentes, tienen estímulos en la fase de "euforia" del ciclo económico para crecer con el financiamiento del ahorro del público, por medio de autopréstamos, de préstamos concentrados, o simplemente, con cartera colocada a tasas excesivamente elevadas. En la fase recesiva, sus ingresos esperados no se realizan, la cartera se deteriora y su estabilidad financiera se torna precaria. Este efecto se refuerza principalmente por las altas tasas de interés que se han observado en el mercado, que hacen mucho más penosa la financiación especulativa en la depresión. En una economía en recesión ya no es posible transferir mayores precios a los demandantes de crédito; por este motivo los márgenes se reducen constantemente (Cuadro 6) y es más difícil colocar cartera sin incurrir en altos riesgos.

(37) Santiago Herrera (1983), en su estudio incluido en esta revista, presenta un análisis de la rentabilidad bancaria a lo largo del ciclo económico completo, que sustenta perfectamente las tesis de este trabajo.

CUADRO 6

Indicadores de rentabilidad bancaria
Total bancos

Indicador	1980	1981	1982
Utilidad/capital pagado + reserva legal	16.5	14.7	11.7
Rentabilidad de activos productivos	6.3	5.8	5.4
Margen de intermediación	0.88	0.67	0.52

Fuente: Santiago Herrera (1983) "Algunas consideraciones sobre la especialización de la actividad bancaria, la rentabilidad y la propiedad de los bancos en Colombia" (versión preliminar).

En cuarto lugar, cuando la liquidez de los intermediarios se ve ya notablemente comprometida, puede ocurrir una situación en la cual el intermediario que no recupera cartera, se ve forzado a captar mayores cantidades de dinero, a altas tasas de interés en la medida en que el público comience a tener conciencia del riesgo de sus operaciones, con el objeto de atender sus pasivos de corto plazo. Esta es una situación altamente inestable y, a menos que ocurra un hecho favorable de carácter exógeno, como el auxilio del gobierno, o una operación semejante, es factible que conduzca al desastre. Esto, parece que ha sido una característica de la fase final de algunas crisis, tales como la de Argentina y, en nuestro país, la relacionada con la caída del Grupo Colombia.

Finalmente, otro efecto importante de la recesión sobre la estabilidad de los intermediarios financieros, que se ha observado especialmente después de los eventos de 1982, se relaciona con el riesgo creciente de la colocación de cartera, a medida que la recesión se profundiza. Esta situación es más aguda cuando, debido a las circunstancias descritas en la sección anterior, existe un sesgo al endeudamiento en un sector tan importante como el industrial. En estas circunstancias, los intermediarios tienen aversión a colocar sus fondos prestables, y estímulos para buscar activos más seguros que las deudas al sector real. Esta situación se agrava por las rigideces en las tasas de captación, causadas por los temores de los intermediarios de perder participación en el mercado, y por la reducción observada en la rentabilidad, que dificulta la reducción de las tasas de colocación.

2. Aspectos monetarios de la crisis.

Un aspecto asociado al desarrollo de las grandes crisis financieras es la disminución del ritmo de crecimiento, e inclusive de los niveles de la liquidez en la economía. Como hemos mencionado, aparte de las medidas de política económica, el lento crecimiento de la cantidad de dinero ha sido producido, en buena parte, por el déficit en la cuenta corriente, el cual

tiene efectos contraccionistas directamente sobre la oferta de dinero, e indirectamente sobre la demanda, como resultado de la recesión económica. Adicionalmente, se ha observado que históricamente las grandes crisis financieras han estado asociadas a un cambio más o menos brusco de las preferencias del público hacia la liquidez, a causa del pánico y los consecuentes retiros masivos. Estos dos aspectos de la crisis financiera se discuten a continuación:

Evolución monetaria 1980-1982. Algunos de los puntos más relevantes asociados a la evolución de varios indicadores monetarios, durante el período 1980-1982, son los siguientes:

1) En primer término se debe observar que la cantidad real de efectivo fue menor a finales de 1982 que en diciembre de 1979 en un 11.42%. Sin embargo, en 1982 el volumen de efectivo fue ligeramente mayor que en 1981 (2.5%) (Ver Cuadro 1).

2) En segundo término, también los depósitos en cuenta corriente han venido disminuyendo desde 1979 hasta 1982 (10.5%). Los depósitos en cuenta corriente presentaron en diciembre de 1982 los niveles más bajos desde diciembre de 1976. Como se mencionó antes, este fenómeno ha estado asociado al crecimiento de sustitutos cercanos de las cuentas corrientes, tales como las cuentas UPAC, y últimamente, de activos denominados en moneda extranjera.

3) En tercer término, los llamados cuasi-dineros que mostraron un crecimiento sostenido hasta 1981, registran un crecimiento negativo, en términos reales en 1982, indicando, tanto la importancia de las sustituciones hacia otros activos financieros, como la lenta evolución del sector financiero como un todo.

Sin entrar a discutir las causas del lento crecimiento de la cantidad de dinero M_1 (en el lado de la oferta: la prolongación de la vigencia de algunos controles implantados durante el período expansivo del ciclo económico y la caída de las reservas internacionales; y en la demanda, la recesión económica), se deben observar las siguientes consecuencias de los hechos descritos:

1) El lento crecimiento de los depósitos en cuenta corriente incide en que los bancos dependan en mayor proporción de captaciones con costo financiero si desean mantener el volumen de su cartera. Este es un factor adicional que explica la reducción de la rentabilidad de los bancos (38).

(38) Obsérvese que desde 1977 hasta 1982, la participación de las cuentas corrientes en el total de las captaciones bancarias ha disminuido de 72% hasta 63%, ver cuadro, página siguiente.

2) Igualmente, el estancamiento de M_2 en 1982, por primera vez después de muchos años de crecimiento, muestra que la recesión ya ha afectado al sistema financiero tradicional, en la forma como se ha planteado en este trabajo. Esto indica que el sector financiero comienza a adaptarse al lento funcionamiento de toda la economía, y que ha terminado un largo período de crecimiento y de expansión que comenzó en 1974.

3) Ya que los niveles en las tasas de interés se explican, en buena parte, por la evolución real de la cantidad de liquidez, es posible plantear que el incremento de los costos de captación de algunos intermediarios, ha influido negativamente en su rentabilidad (39), especialmente por las dificultades existentes en la recesión económica para mantener los márgenes de intermediación prevalecientes en los períodos de euforia (Cuadro 5).

Evolución de las preferencias del público entre efectivo y depósitos. Se ha observado que cuando se presentan pánicos financieros y quiebras, el público retira sus depósitos del sistema financiero y se aprovisiona de efectivo. Cuando esto sucede, el coeficiente efectivo-depósitos se eleva rápidamente y consecuentemente el multiplicador monetario baja; para una base monetaria dada, la cantidad de dinero en la economía desciende. Por esta razón, se analiza en esta parte del trabajo la evolución de estos indicadores, con el objeto de estudiar indirectamente, la pérdida de confianza del público en el sistema financiero en el año 1982, cuando se presentaron los conocidos episodios que desembocaron en la primera emergencia económica de la actual administración.

Indicadores de la evolución del sector bancario

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
1. Participación del total de captaciones bancarias en el sector financiero*	0.72	0.70	0.68	0.67	0.65	0.63
2. Participación de captaciones por cuentas corrientes en el total de captaciones bancarias**	0.63	0.61	0.63	0.54	0.46	0.47

* Bancos, corporaciones de ahorro y vivienda, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial.

** Calculado con datos de la "Presentación ante el Congreso Nacional sobre la emergencia económica en el campo fiscal" por Edgar Gutiérrez Castro, marzo 1982.

(39) Ver Morris Harf, (1983) Documentos Nueva Frontera, febrero, para observar el elevamiento de los costos de captación en moneda nacional de los bancos. Página 23.

Al respecto, los aspectos más destacados fueron los siguientes:

El primer hecho relevante consiste en que el multiplicador monetario se eleva en 1982 alcanzando niveles superiores a 1.4, los cuales no registraba desde 1978 (el multiplicador fue en promedio 1.29 en 1980 y 1.32 en 1981). Simultáneamente, se observó que el coeficiente de efectivo no presentó en 1982 una variación muy diferente a la de 1981, situándose alrededor de 0.4 (40). De igual forma se encuentra que el comportamiento de la cantidad de efectivo en 1982 fue semejante al de 1981 (Ver en Cuadro 2 valores reales).

El incremento del multiplicador se explica por la reducción del coeficiente de reserva, cuyas causas fueron: i) las políticas diseñadas a principios de 1982, las cuales influyeron en la reducción de los encajes del sistema y ii) el desencaje bancario ante las corridas de depósitos (41). Las reservas bancarias decrecen desde finales de mayo de 1982 en una forma atípica, observándose su agudización entre agosto y septiembre de ese año. En forma semejante evoluciona el coeficiente de reserva (cae de junio a julio de 0.82 a 0.60, y de agosto a septiembre a 0.6114 a 0.58).

Es importante señalar que los depósitos en cuenta corriente aumentan de abril a noviembre de 1982 (de 187.977 a 203.738), con tasas mayores a las del año anterior. Sin embargo, se presentó una ligera disminución en este rubro entre julio y agosto, que se recuperó en septiembre.

Liquidez del sistema bancario entre agosto y noviembre de 1982

(Millones de pesos)

Posición promedio diaria de encaje	Ago. 28	Oct. 2	Oct. 30	Nov. 27
Bancos privados	-4.878	-4.989	-5.397	-3.771
Bancos mixtos	-268	-565	-145	-113
Subtotal privados	-5.146	-5.554	-5.542	-3.884
Bancos oficiales	830	-48	1.785	1.724
Caja Agraria	317	595	328	258
Subtotales oficiales	1.147	547	2.113	1.982
Total sistema	-3.999	-5.007	-3.429	-1.902
Cupo ordinario	136	1.000	1.529	666
Cupo extraordinario	6.850	8.090	8.850	11.000

Fuente: Martha Lee y Santiago Herrera (1983) "Comentarios sobre la evolución del sector bancario en los últimos años", DIE, Banco de la República, p. 38.

(40) Si existió un cambio importante en el coeficiente de efectivo a partir de 1980 (de 0.33 pasa a 0.40) por la pérdida de importancia de los depósitos en cuenta corriente dentro de las captaciones bancarias.

(41) Durante el primer semestre de 1982, el sistema bancario estuvo sobreencajado a causa de la baja demanda por crédito. Sin embargo, a partir de los episodios de los grupos Colombia y del Estado se producen importantes retiros de algunos intermedios, tal como se ilustra en el cuadro siguiente:

De las observaciones anteriores, se desprenden las siguientes conclusiones:

1) Los agentes conservaron, —aún en medio de la crisis y los niveles de incertidumbre que existieron el año pasado—, sus preferencias históricas por efectivo y depósitos. En el agregado no hubo pérdidas de liquidez por disminución en los depósitos bancarios. Más bien, como es bien conocido, se produjeron retiros de bancos pequeños y privados hacia los bancos oficiales y grandes (42) y hacia compañías de ahorro y vivienda de carácter oficial. Es decir, no ocurrió la pérdida de confianza en el sistema como un todo, sino en algunos intermediarios: los más vulnerables.

2) A pesar de los retiros de ciertas instituciones, en general el sector bancario como un todo mostró inclusive un incremento en sus captaciones el año pasado (43). Esto ratifica la conclusión anterior.

3) Por todo lo anterior, se puede afirmar que un aspecto importante de la evolución de la crisis financiera durante 1982, que evitó la desintermediación típica de las grandes crisis, fue la confianza del público en las instituciones oficiales y las privadas que por su tamaño ofrecían mayor confianza a los depositantes. Confianza que probablemente provenía de la apreciación de que las autoridades no permitirían el derrumbe de esas entidades.

3. La deflación y la crisis financiera.

Usualmente los economistas y el público en general suelen repetir con cierta facilidad numerosos argumentos sobre las consecuencias negativas de la inflación, con la cual se ha convivido por muchos años. En épocas recientes, se produjo con menor frecuencia la reducción del nivel de algunos precios y la disminución del ritmo de crecimiento del índice agregado, tal como ocurre en la actualidad. A continuación se describen algunos efectos que la reducción de precios puede tener para la evolución del sistema financiero, especialmente en la actual coyuntura de la economía colombiana.

Cuando los inventarios se han acumulado por la recesión y las firmas muestran un alto grado de endeudamiento, situación que ha sido frecuente en numerosas industrias del país, existen presiones para iniciar el descenso de los precios de las mercancías en respuesta a los excesos de oferta. La

(42) Los efectos de las corridas de depósitos que afectan con mayor intensidad a los bancos privados se puede observar en el cuadro de la nota de pie de página anterior y en el cuadro que se incluye en el Anexo 1.

(43) Hubo algunas reducciones en las captaciones de otros intermediarios como las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial, pero su magnitud dista de ser dramática.

reducción de precio, sin embargo, incrementa el valor real de la deuda de las empresas en términos de sus respectivos productos, dificultando su cumplimiento, y golpeando aún más a los intermediarios financieros. Por esta razón las empresas demandan crédito primario durante la recesión y se resisten a reducir sus precios. Durante la recesión de los años treinta, Irving Fisher argumentaba, por causas semejantes, que la reducción de los precios tendría efectos adversos y aconsejaba el incremento de la masa monetaria (44).

La reducción de los precios de los artículos, cuando los precios de sus insumos no son flexibles a la baja en el corto plazo (contrataciones colectivas, insumos importados con mayor devaluación, etc.), conducen en dicho lapso a menores utilidades y problemas de caja. Por lo tanto, las empresas más afectadas, que ya tienen pérdidas, seguramente tendrán dificultades adicionales para pagar sus deudas. Esta es otra razón que explica el incremento del riesgo de la cartera de las instituciones financieras.

Existen, sin embargo, algunos factores macroeconómicos favorables que resultan de la reducción de los precios, o del crecimiento de los precios por debajo del crecimiento de la liquidez. En primer término, la reducción relativa de los precios ocasiona el incremento en la cantidad real de dinero, que crea las condiciones para la reducción de las tasas de interés, que a su vez, estimula la demanda agregada. En segundo término, también la reducción de precios incrementa el valor real de la riqueza nominal, estimulando el consumo y reactivando también la demanda agregada (45). La reactivación económica, a su vez, permite a los distintos deudores cumplir con mayor facilidad sus obligaciones.

La existencia de estos efectos con direcciones contrarias demuestra que nada asegura que el mercado por sí solo restablecerá el equilibrio en la economía. Las políticas de reactivación de diversos tipos son necesarias para recuperar el nivel de actividad económica y para lograr el restablecimiento del sector financiero. Sin embargo, la actual coyuntura es especialmente difícil, puesto que si la reactivación acelera la pérdida de reservas internacionales, el país se encontrará nuevamente abocado a una nueva recesión, y más fuerte, en los próximos meses. Por lo tanto, la política económica debe buscar el difícilísimo equilibrio de incrementar moderadamente el empleo y mantener niveles aceptables de reservas, hasta cuando las condiciones externas permitan estimular decididamente el crecimiento económico.

(44) Ver James Tobin (1980) "Real balance effects reconsidered", en *Asset Accumulation and Economic Activity*, Chicago: The University of Chicago Press.

(45) Estos son los llamados efectos Keynes y Pigou, respectivamente.

IV. LA SOLUCION DE LA CRISIS

La solución de la crisis financiera puede analizarse en dos niveles: a) las medidas y políticas requeridas cuando se presentan retiros masivos de depósitos, cuando existen quiebras de intermediarios, es decir, cuando se produce una pérdida de confianza, total o parcial, en el sistema, y b) las medidas y políticas requeridas para enfrentar el deterioro del sistema derivado de la fase recesiva de la economía y de sus situaciones agravantes (descapitalización, falta de controles, etc.).

A. Soluciones a la crisis cuando ocurren pánicos y quiebras.

Cuando se presentan los retiros de depósitos que tienden a propagarse por todo el sistema, se encuentran históricamente dos tipos de soluciones: a) el Banco Central inyecta liquidez a la economía para devolver la confianza al sistema; b) las autoridades permiten la quiebra de las instituciones en situaciones difíciles, dentro de lo que se puede llamar una ética de "premios y castigos".

1. El prestamista de última instancia.

La función del prestamista de última instancia, es crear liquidez, en la medida que sea necesaria, para devolver confianza al sistema, y suspender el retiro de depósitos y su conversión a efectivo (46). Cuando se produce el pánico ocurre una desintermediación rápida, ocasionada por las expectativas de pérdidas de los depósitos en los intermediarios que se derrumban, la cual se traduce en mayor demanda por efectivo. Cuando quiebra un intermediario, los rumores propagan el pánico y se producen retiros masivos del sistema (47). El Banco Central evita la propagación del pánico apoyando efectivamente a los intermediarios afectados, proveyéndoles las cantidades de efectivo que sean necesarias, hasta cuando el público tenga la certeza de que el sistema está firmemente apoyado y de que no perderán sus depósitos.

Solow (48) resume así las funciones del prestamista de última instancia: "Siempre existe la posibilidad de que una corrida de depósitos se propague al resto del sistema, porque cualquier dificultad seria en un banco disminuye la confianza en todo el sector y esto ocasiona presiones

(46) Ch. Kindleberger, *Op. Cit.* p. 161.

(47) Con los retiros masivos se produce la falacia de composición: cada agente retira sus depósitos para salvar su riqueza financiera, pero la suma de las secciones individuales de esta clase tiende a arruinarlos a todos.

(48) Solow, Robert (1982) "On the Lender of Last Resort", en Kindleberger y Laffargue, *Op. Cit.* (El subrayado y la traducción es nuestra).

sobre los bancos más fuertes. Las consecuencias de una crisis bancaria pueden fácilmente extenderse a la economía real. En cualquier economía capitalista, existe una red de relaciones entre deudores y acreedores. La inhabilidad de A para cumplir sus obligaciones con B puede ocasionar que B no cumpla sus obligaciones con C. La función del prestamista de última instancia es cortar esta reacción en cadena en sus fases iniciales, antes de que se extienda, creando suficiente crédito, en forma visible, a favor de los eslabones débiles para evitar su deterioro. No es necesario que esa protección se extienda a los eslabones excesivamente frágiles”.

El sistema financiero goza de la confianza, que le proporciona, en situaciones difíciles, el Banco Central. El dilema de política económica se presenta cuando las corridas de depósitos de alguna institución se fundamentan en la correcta percepción del público de un manejo irresponsable y peligroso por parte de los intermediarios en dificultades. En ese caso, el bienestar colectivo requiere del apoyo del Banco Central al intermediario en apuros, para salvar el sistema y para evitar la propagación de la crisis. No obstante esa actuación se verá, por parte de algunos segmentos del público, como un premio al manejo irresponsable de los dineros del público. También existe el peligro de que algunos intermediarios puedan tratar de aprovecharse del compromiso del Banco Central para restablecer la confianza en el sistema, y continuar con sus políticas peligrosas, esperando el apoyo de las autoridades que evite su bancarrota (49).

Ante el desarrollo de una crisis, las autoridades deben salvar la confianza en el sistema y tratar de aislar los segmentos más deteriorados del mismo, donde se deben imponer sanciones y correctivos. Naturalmente, estas soluciones no son fáciles de explicar por cuanto, es posible que las sanciones y correctivos afecten la confianza del público en general. El difícil equilibrio que hemos descrito, se logró en los amagos de pánicos y pérdidas de confianza del año 1982.

El gobierno liquidó un banco y nacionalizó otro, envió a la cárcel a sus ejecutivos, al tiempo que apoyó decididamente a los demás intermediarios. Con estas acciones se pudo aislar las sanciones al segmento más deteriorado del sector financiero y restablecer la confianza en todo el sistema. (En la práctica se probó que la confianza, que asimila a veces a un bien público, fue “divisible”, entre las instituciones oficiales y de gran tamaño y el resto). Simultáneamente, se puso en marcha una reforma tendiente a evitar que otros intermediarios irresponsables que no “perdieron” en la crisis, vean limitadas sus posibilidades de acción.

(49) Este es el conocido problema del “Free Rider”.

El apoyo del Banco Central al sistema se materializó en un paquete de medidas que incluyó: 1) el facilitar el acceso a los cupos de liquidez primaria a los bancos y las corporaciones financieras; 2) el establecimiento de cupos de liquidez a las compañías de financiamiento comercial (50). Con estas medidas, los distintos agentes económicos recibieron la señal de que las autoridades no permitirían el derrumbe del sistema. De esta manera se evitó la propagación y profundización de la crisis en 1982.

2. La ética de premios y castigos.

La ética de premios y castigos, con una larga tradición en el pensamiento económico, propone que los intermediarios ineficientes o que han cometido errores deben ser castigados con la quiebra. En este orden de ideas, los ahorradores, conscientes del riesgo que corren, al tener depósitos en bancos como el Nacional, deben recibir como castigo la pérdida de sus ahorros. Bajo esa óptica, el apoyo del Banco Central a los bancos en dificultades y a los ahorradores excesivamente arriesgados, premia acciones que deben ser castigadas. Este tipo de planteamientos llevan a recomendar la eliminación total o parcial de un prestamista de última instancia, que vele por la confianza en el sistema financiero.

Teóricamente, el punto se fundamenta en que los seguros disminuyen las previsiones, e incrementan los riesgos. (Se afirma, por ejemplo, que si no existieran seguros de incendio la gente sería más cuidadosa; es decir, los seguros incrementan el número de incendios). La respuesta a estas proposiciones es simple, aun si se acepta que los seguros incrementan los riesgos, también debe aceptarse que la eliminación de los seguros no termina con la posibilidad de una crisis; y cuando ocurre la crisis es necesario enfrentarla: se precisa del prestamista de última instancia.

La actitud inicial del gobierno argentino ante la sonada crisis financiera de su país fue dejar que los acontecimientos sigan su curso. Con firmeza se afirmaba "que si no se socializan las ganancias, no se socializarán las pérdidas" (51). Sin embargo, la realidad de los hechos obligó a las autoridades a abandonar esta posición y a tomar opciones más sensatas. El gobierno argentino obró "en favor del sistema financiero, para evitar un descalabro total", con un apoyo decidido a los intermediarios en

(50) Las medidas se describen en detalle en las "Notas Editoriales", de octubre de 1982.

(51) Juan Carlos Jaramillo (1981) "Notas sobre la evolución y acontecimientos recientes en el mercado financiero argentino", Revista del Banco de la República.

dificultades (52). Adicionalmente, el gobierno neoliberal chileno también se vio forzado a intervenir de manera semejante cuando en enero pasado, nueve instituciones financieras de mayor tamaño, vieron su estabilidad seriamente amenazada (53).

B. Soluciones a las causas últimas de la crisis financiera.

Debe quedar claro con las discusiones de este trabajo, que las quiebras y corridas de depósitos del sistema financiero no son sino manifestaciones de su profundo deterioro, cuyas causas se encuentran en los efectos recesivos del ciclo económico y que se agudiza por los factores estructurales derivados de la descapitalización del sector, la acción especulativa de los grupos económicos, la falta de una legislación adecuada, de controles efectivos del Estado, y la relativa desventaja de las instituciones de menor tamaño.

Las soluciones, por lo tanto, deben corresponder exactamente a la naturaleza de las causas de la crisis financiera.

En primer término, se debe buscar eliminar, en lo posible, los elementos que incrementan la fragilidad del sector financiero. Para lograr este propósito, se debe buscar la capitalización del sector financiero, de tal manera que se creen suficientes reservas para afrontar los cambios bruscos en los pasivos y las dificultades en la recuperación de la cartera. Igualmente, se debe incentivar, en lo posible, la emisión de activos financieros con plazos mayores a los actuales, con el objeto de disminuir los esfuerzos en la mayor formación de los plazos de los distintos intermediarios.

En segundo término, las economías de escala y, en general, las ventajas de las instituciones de mayor tamaño, sugieren que se homogenicen los distintos intermediarios, y que se evite la proliferación de instituciones con escasa solidez.

En tercer lugar, una vez que se tomen decisiones sobre el control de los grupos financieros y sobre la estructura que debe seguir el sector financiero, se debe proceder al reordenamiento jurídico y a la reorganización del sistema financiero. La estructura y la capacidad de las entidades encargadas de controlar el sistema deben revisarse, buscando mayor eficacia e independencia de los entes vigilados. Al respecto, ya existe en la actualidad un proyecto de reforma financiera que será discutido en los próximos meses.

(52) Juan Carlos Jaramillo (1981) Op. Cit.

(53) Ver Latin American Regional Report, Southern Cone, 4 Feb, 1983.

En cuarto lugar, el carácter desestabilizador de las acciones de los grupos financieros, justifica que, por consideraciones del bienestar de toda la economía, sus actividades sean severamente controladas y vigiladas (54). Junto con el control a los grupos económicos, las medidas tributarias que ha tomado el gobierno facilitarán la emisión de acciones y la consecuente disminución del endeudamiento industrial. Como resultado de estas medidas, la vulnerabilidad del sector financiero a los "shocks" sobre el sector real se reducirán.

Finalmente, y como es natural, ya que se ha planteado que la crisis financiera se deriva de la recesión económica, la mejoría de la situación del sector debe ser una consecuencia de la reactivación de la economía en general. Esto es entonces una razón adicional para continuar con la aplicación de política de diversos orígenes que induzcan el crecimiento económico, de acuerdo con las restricciones que impone el sector externo de la economía en el corto plazo.

CONCLUSIONES

La primera conclusión de este estudio plantea que la crisis financiera del año 1982 fue en parte, la consecuencia de un deterioro generalizado del sector real de la economía, que por distintos mecanismos se transmitió al sector financiero, en forma semejante a como las bonanzas del sector externo beneficiaron el crecimiento financiero, en los años setenta. El derrumbe de algunas instituciones fue consecuencia de la mayor vulnerabilidad de intermediarios descapitalizados, con menor tamaño, y del manejo especulativo de los grupos a los cuales pertenecían.

De lo anterior se desprende que la reactivación y fortalecimiento del sector financiero será una consecuencia de la reactivación económica general. Esta se logrará con algunas medidas de carácter fiscal y monetario, y con la esperada recuperación de las economías de los países vecinos y de los países desarrollados con los cuales comercia Colombia. La muy difícil situación de importantes empresas del país —en los campos textil, siderúrgico y aéreo por citar solo algunos ejemplos—, indica claramente los peligros que enfrenta el sector financiero, y la importancia de buscar un manejo consistente a los problemas de las empresas, evitando las reacciones en cadena cuando ocurran algunas crisis.

Si se aceptan las premisas anteriores, se debe reconocer que el sistema en conjunto está en crisis, por el continuo debilitamiento del sector real de la economía. La crisis no fue un evento pasajero en 1982. Por lo tanto,

(54) Ver Rudolf Hommes (1982), *Op. Cit.*

el apoyo al sector financiero del país, debe ser una prioridad de política económica. Las medidas que se tomen con respecto al control de encajes, tasas de interés, etc., deben tener presente la situación microeconómica de las distintas partes del sector financiero, especial atención deben recibir los bancos y corporaciones financieras, instituciones que han sido afectadas más severamente por la recesión. En el diseño y desarrollo de esas medidas, los analistas deben recordar, como bien lo anota Solow, que las actividades de las autoridades “tienen el objeto de estabilizar el sistema monetario y no proteger a los administradores de los bancos de sus propios errores”.

Dado que el manejo especulativo, propio de los conglomerados financieros que invierten en el sector real, es una causa de inestabilidad de todo el sistema, debe ser limitado severamente por el Estado. Esta es una de las prioridades de la reforma que se ha propuesto recientemente por las autoridades. Sin embargo, existe también la necesidad de capitalizar el sector financiero para disminuir su fragilidad. Por consiguiente, la autoridad debe buscar fórmulas pragmáticas que encuentren un sano equilibrio entre democratización y capitalización.