

# Burbuja y estancamiento del crédito en Colombia

---

Fernando Tenjo G.<sup>1</sup>  
Enrique López E.

## Abstract

*One of the more serious problems than has affected the Colombian economy in the last years is the virtual paralysis of the credit market. Although has gained acceptance the idea that the poor performance of the credit to the private sector is related to the Colombian economic crisis in 1999, it is also a fact that the same situation has been presented in most of the emerging countries. This group of countries shares previous episodes of structural reform and cycles of external capital inflows, that were followed by exchange and banking crises. The objective of this document is to understand the decrease of the credit in the Colombian economy during the last years. It is shown that the poor performance of the credit in Colombia reflects the adjustment of the different agents to the effects of the productive and the financial crises at the end of the last decade. As well, the nature of these effects is explained through the way that the economy assimilated the structural reforms and the flows of external capital that came later.*

## Resumen

*Uno de los problemas más graves que ha afectado a la economía colombiana en los últimos años es la virtual parálisis del mercado crediticio. Si bien ha ganado aceptación la idea de que la poca dinámica de la cartera crediticia al sector privado está relacionada con la crisis que registró la economía colombiana en 1999, es un hecho que esa misma situación se ha presentado en buena parte de los países emergentes. Este grupo de países comparten episodios previos de reforma estructural y ciclos de afluencia de capitales externos, que fueron seguidos de crisis cambiarias y bancarias. El objetivo de este documento es interpretar la caída del crédito en la economía colombiana en los últimos años. Se trata de mostrar que la pobre dinámica del crédito en Colombia es reflejo del ajuste de los distintos agentes a los efectos de la crisis productiva y del sistema financiero de finales de la década pasada. A su vez, la naturaleza de estos efectos se explica a partir de la forma como la economía asimiló las reformas estructurales de comienzos del período y los flujos de capital externo que vinieron posteriormente.*

*Keywords: Credit Bubble, Credit Stagnation, Capital Flows.*

*Palabras clave: Burbuja de Crédito, Estancamiento del Crédito, Flujos de Capital.*

---

<sup>1</sup> Los autores son, respectivamente, miembro de la Junta Directiva del Banco de la República e Investigador de la Subgerencia de Estudios Económicos. Se agradecen los comentarios de Miguel Urrutia, Sergio Clavijo, Leonardo Villar, Salomón Kalmanovitz, Carlos Caballero, José Darío Uribe, Hernando Vargas, Lorena de Moreno, Juan Pablo Zárate y Juan Fernando Vargas. Para la realización de este trabajo se contó con el valioso apoyo de Ana María Hincapié y Nancy Zamudio. Este trabajo fue publicado previamente en la revista del Banco de la República.

La virtual parálisis del mercado crediticio de los últimos años es uno de los problemas más graves de la economía colombiana, no sólo por sus consecuencias negativas sobre la dinámica del crecimiento económico, sino también porque refleja profundos desequilibrios y resquebrajamiento en la estructura y las relaciones financieras de los distintos sectores de la economía.

Recientemente ha ganado aceptación la idea de que la exigua dinámica de la cartera crediticia al sector privado y, de hecho, sus tasas negativas de crecimiento de los últimos tres años, está relacionada con la crisis que registró la economía colombiana en 1999 y sus antecedentes. Una situación similar ha afectado a buena parte de los países emergentes, cuyas economías vivieron episodios de reforma estructural y ciclos de flujos internacionales de capital, los que fueron seguidos de espectaculares catástrofes económicas con presencia de crisis cambiarias o bancarias y, en algunos casos, con los dos tipos de crisis en forma simultánea [Furman y Stiglitz (1998) y de la Torre et al. (2002)].

En el caso colombiano, marcado por buena parte de estos mismos episodios, las características centrales de la crisis han sido su duración y la severidad de los desequilibrios financieros de carácter sectorial que la han acompañado. Las secuelas de uno y otro fenómeno persisten y han marcado el desempeño actual de la economía y su financiamiento. Igualmente, han dado lugar a un intenso debate sobre las alternativas de política frente al problema, acerca del vigor y la calidad de la recuperación y respecto al peso de factores de oferta y de demanda en la explicación del estancamiento observado en el crédito al sector privado.

El objetivo de este documento es interpretar la dinámica del crédito en la economía colombiana en los últimos años, tratando de identificar las causas

de la evolución reciente de la cartera y aventurando algunas hipótesis sobre las perspectivas de solución de este problema en el mediano plazo. Para esto, se identifica un ciclo del crédito con sus distintas fases en el tiempo, entre ellas un período de *boom* o auge, se analizan las fuerzas que impulsan el ciclo y se estudian sus causas y sus efectos a nivel sectorial y de la economía como un todo. Igualmente, se hace una descomposición de las fases del ciclo de acuerdo con el comportamiento de los hogares, las firmas y el Gobierno.

En el documento se trata de mostrar que la pobre dinámica del crédito en Colombia es reflejo del ajuste de los distintos agentes a los efectos de la crisis productiva y del sistema financiero de finales de la década pasada. A su vez, la naturaleza de estos efectos se explica a partir de la forma como la economía asimiló las reformas estructurales de comienzos del período y los flujos de capital externo que vinieron posteriormente.

Además de esta introducción, el documento está organizado de la siguiente forma. En la Sección I se presenta de manera resumida el enfoque conceptual que guió el estudio. En la Sección II se ilustra gráficamente, y se ubica en el tiempo, la falta de dinámica o el estancamiento del crédito y se resumen las principales corrientes que buscan explicar dicho problema. En la Sección III se construye una interpretación complementaria del mismo problema que conjuga elementos del marco conceptual presentado en la Sección I con una interpretación de los procesos de reforma estructural que vivió el país a comienzos de la década de los años 90. Esta interpretación destaca la conexión que puede existir entre liberalización e inestabilidad financiera y el papel de la regulación bancaria para aprovechar los beneficios de la primera y prevenir la ocurrencia de la segunda. En la Sección IV, se presenta un análisis extenso del ciclo y *boom* de crédito de la

década anterior con sus dos ingredientes constitutivos, a saber, la dinámica de los flujos de capital externo y los procesos de profundización de la economía derivados de las políticas de liberalización. Se subraya también la coincidencia de estos eventos con una burbuja de gasto y se construye un escenario de "rasgos distintivos" del comportamiento de la economía durante el período del ciclo crediticio. En la Sección V se analiza este escenario desde la perspectiva del sector privado, identificando cambios en el comportamiento financiero de hogares y empresas en respuesta a las reformas de comienzos de la década de los noventa y a los efectos de la crisis de finales de este período, para derivar de allí probables implicaciones sobre la demanda de crédito. Un ejercicio similar desde el punto de vista del sistema financiero conduce a implicaciones sobre la oferta de crédito. La sección VI muestra la relación que existe entre lo acontecido en la década de los años 90 y la situación actual de la economía colombiana. En la Sección VII se proponen algunas conclusiones del estudio y sus consecuencias sobre el mercado de crédito y las condiciones de su reactivación.

## I. ENFOQUE CONCEPTUAL BÁSICO

Los episodios de crisis financieras y recesiones en los países del este asiático y de América Latina en la segunda mitad de los años 90 ofrecen muchas e importantes enseñanzas para Colombia. De la misma forma, los desarrollos de la teoría económica que dichos episodios han alimentado plantean interesantes ángulos analíticos para abordar el estudio de la economía colombiana en los últimos 15 años.

En particular, recientemente ha ganado peso la idea de que los modelos de crisis denominados de "primera" y "segunda generación" no explican adecuadamente lo sucedido en el este asiático. La descripción de las crisis como producto del déficit fis-

cal, que hace el primer tipo de modelos, o de las tensiones entre la tasa de cambio fija y el deseo de hacer una política monetaria expansionista, según los de segunda generación, no parecen ser relevantes para el caso del Asia (Krugman, 1999).

Muchos economistas están de acuerdo en que las crisis recientes en los países emergentes presentan rasgos novedosos y que, para poder ser descritas y comprendidas cabalmente, es necesario plantear un nuevo tipo de modelos<sup>2</sup>. Han surgido así los denominados modelos de "tercera generación", según los cuales el núcleo de estas crisis se encuentra en el funcionamiento de los sistemas financieros internacional y local, marcados por imperfecciones derivadas de información asimétrica (riesgo moral, selección adversa, comportamiento de rebaño) y en la dificultad de definir y poner en práctica un sistema adecuado de regulación prudencial y seguimiento del comportamiento de los agentes económicos (Pereira, 2001).

Tres aspectos complementarios de estos modelos de reciente desarrollo son de particular utilidad para los propósitos de este trabajo. En primer lugar, los problemas de información asimétrica e inadecuada regulación están estrechamente relacionados con la forma como los países adoptaron reformas estructurales que incluyen apertura comercial, privatización y liberalización financiera y de capitales. Estos problemas han hecho a las economías emergentes propensas a situaciones de crisis y contribuyen a explicar el aparente vínculo que existe entre estas reformas y posteriores episodios de inestabilidad financiera, burbujas de crédito y fluctuaciones severas en los precios de los activos (Tornell, 2001).

---

<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, el trabajo reciente de Dornbusch, R. (2001).

En segundo lugar, modelos de economía abierta a la Bernanke-Gertler ayudan a entender la relación entre el comportamiento de los distintos agentes y el de la economía en su conjunto y, a partir de allí, la manera como se generan condiciones de inestabilidad financiera, fluctuaciones y ciclos. Estos modelos parten de los conceptos de "canal de crédito" y "acelerador financiero" como elementos que transmiten a la economía, a través de cambios en los estados financieros de los distintos agentes, choques externos y de política<sup>3</sup>. Entre estos choques sobresalen las corrientes de flujos de capital hacia los países emergentes, uno de los fenómenos más sobresalientes de la economía mundial en la década de los 90.

En forma complementaria, Calvo et al. (2002) y Calvo (2001) han analizado los efectos que el comportamiento de los mercados financieros internacionales ha tenido sobre las economías emergentes a través de cambios en los flujos de capital. Subrayan su carácter exógeno y la posibilidad de que variaciones inesperadas en su dirección (*sudden stops*) den lugar a movimientos de gran magnitud en la tasa real de cambio y a problemas de insostenibilidad fiscal en economías relativamente cerradas, altamente endeudadas y con dolarización de pasivos.

Si bien el presente trabajo se acerca estrechamente a estos desarrollos en los llamados modelos de "tercera generación", en él se subraya también la necesidad de abordar los problemas de la economía distinguiendo analíticamente entre los *factores exógenos* y *factores endógenos* que afectan estos problemas. Muy brevemente, para los propósitos de este estudio los flujos de capital externo son el elemento

más importante de carácter exógeno, en la medida que su magnitud y dirección se determinan esencialmente por los vaivenes de los mercados financieros internacionales. Sin embargo, cambios en estas variables pueden ser propiciados o facilitados por las condiciones internas de las economías, sus balances sectoriales y agregados, el desarrollo de los mercados y la postura en los distintos frentes de política, elementos estos que tienen su propia dinámica a partir de procesos endógenos de la economía. Estos últimos, a su vez, condicionan la forma como aquella absorbe choques de carácter exógeno, incluyendo cambios en los flujos de capital mencionados.

## II. ESTANCAMIENTO DEL CRÉDITO Y SUS INTERPRETACIONES

### A. Estancamiento del crédito

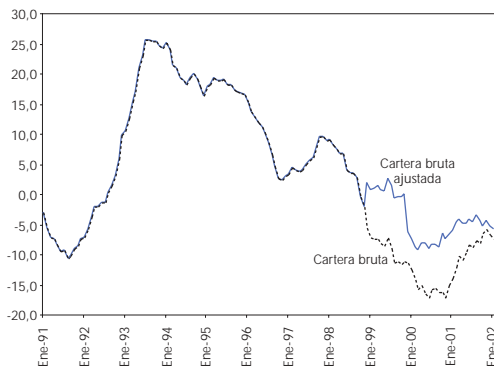
La dimensión de los problemas que aquejan el mercado de crédito en Colombia se puede ilustrar con la evolución de la cartera del sistema financiero. Después de alcanzar tasas de crecimiento de más del 25% a mediados de la década pasada, la cartera real del sistema financiero creció a tasas negativas a partir de 1998 (Gráfico 1).

Este desempeño indica que durante la década de los 90 y hasta el presente la economía registró un ciclo completo de crédito: a partir de la mitad de 1992 la cartera crece a tasas cada vez mayores hasta finales de 1993, año en que alcanza su pico. Desde ese momento, el crecimiento se desacelera con una breve interrupción entre finales de 1996 y finales de 1997, para luego desplomarse definitivamente y registrar tasas negativas de crecimiento desde mediados de 1998 hasta la fecha. Es necesario tener en cuenta que parte de la caída de la cartera se explica por medidas de saneamiento. Tomando esto en consideración, se observa que las tasas de cre-

---

<sup>3</sup> Aguion et al. (2000a) (2000b); Tornell (2001) Op. Cit; Aghion et al. (2001).

**Gráfico 1. CARTERA BRUTA AJUSTADA DEL SISTEMA FINANCIERO (Tasa de crecimiento anual)**



Fuente: Banco de la República.

cimiento real de la cartera sólo se hicieron negativas a finales de 1999<sup>4</sup>.

De otro lado, debe tenerse en cuenta que la reducción en el saldo de la cartera del sistema financiero en términos reales ha tenido lugar en el contexto de una postura de política monetaria que ha propiciado amplia liquidez y reducciones de tasas de inte-

<sup>4</sup> En el comportamiento de la cartera del sistema financiero existen diferencias de acuerdo con el tipo de intermediario. Este punto se precisa en las notas editoriales de la Revista del Banco de la República (2001): "En el caso de las compañías de financiamiento comercial las tasas de crecimiento vienen siendo continuamente negativas desde septiembre de 1996 y sus niveles medios en el año 2000 llegaron al -23%. En las corporaciones financieras los crecimientos reales negativos aparecieron desde febrero de 1998 y sus niveles medios en 2000 fueron de -14%. La banca no hipotecaria llegó a tener tasas de crecimiento de la cartera real prácticamente nulas hacia finales de 1996 de manera similar a las corporaciones financieras y a las compañías de financiamiento comercial, pero fue el intermediario financiero a través del cual se canalizó la reanimación del crédito durante 1997, de modo que la aparición de tasas reales negativas se aplazó hasta agosto de 1999. Los crecimientos más bajos se alcanzaron en febrero de 2000 (-10,7%) y desde entonces su mejoramiento ha sido prácticamente continuo, de manera que en los últimos meses se han logrado tasas negativas pero reducidas. Finalmente, la banca hipotecaria fue el intermediario que logró un descenso más suave de su cartera a partir de 1995, y el último en incurrir en tasas negativas de crecimiento de su cartera".

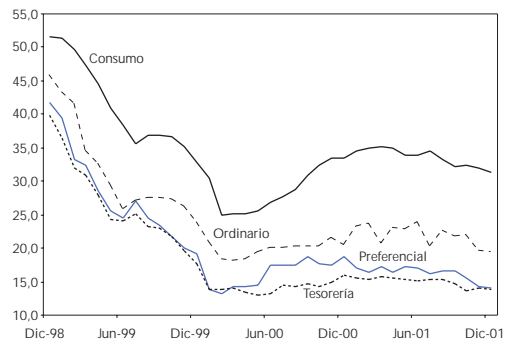
rés, en especial a partir de comienzos de 2001<sup>5</sup>. La reducción de las tasas de interés de intervención del Banco de la República facilitó el descenso de las tasas de interés interbancario y, de manera indirecta, la caída de las tasas de interés de captación, de los TES y de las distintas modalidades de crédito (Gráfico 2)<sup>6</sup>.

## B. Explicaciones del estancamiento del crédito

El fenómeno de estancamiento de crédito en Colombia ha llamado la atención de los investigadores, la mayoría de ellos inclinados hacia alguna versión de los mecanismos de "canal de crédito" y "acelerador financiero" mencionados en la sección I.

Un primer grupo de trabajos analiza los factores que habrían llevado a los intermediarios financie-

**Gráfico 2. TASA DE COLOCACIÓN, SEGÚN TIPO DE CRÉDITO (%)**



Fuente: Banco de la República.

<sup>5</sup> Véase el Informe de la Junta Directiva al Congreso de marzo de 2002.

<sup>6</sup> Este tipo de relación ha sido explorada formalmente por Julio, J. M. (2001) "Relación entre la tasa de intervención del Banco de la República y las tasas del mercado: una exploración empírica" Borradores de Economía No.188, Banco de la República.

ros a reducir su oferta crediticia<sup>7</sup>. Así, para Echeverry y Salazar (1999), estos factores son la relación de solvencia de los bancos, el deterioro en la calidad de la cartera y la disminución de las utilidades de las instituciones financieras respecto a su patrimonio. De otro lado, en la Nota Editorial de la Revista del Banco de la República (1999) se sugiere que la reducción en la oferta de crédito se explica por el mayor riesgo derivado de problemas de insolvencia en las finanzas de los deudores, el deterioro del patrimonio bancario y la caída del precio de las garantías reales de los préstamos. Para Arias, Carrasquilla y Galindo (1999) un aspecto importante que explica la evolución del crédito por el lado de la oferta es la caída en los depósitos del público. Esta misma hipótesis fue evaluada econométricamente en el trabajo de Carrasquilla, Galindo y Vásquez (2001), concluyendo que el comportamiento de los depósitos efectivamente incide en la composición de los activos del sistema financiero y que, para el período comprendido entre enero de 1995 y septiembre de 1999, su efecto fue mayor que el del indicador de la calidad de la cartera. Finalmente, Arias (2001) subraya el efecto negativo que sobre la productividad del sistema y, por consiguiente, sobre la oferta de crédito, tuvieron medidas de política adoptadas en 1998 y 1999, en particular cambios en la regulación y la introducción del impuesto a las transacciones financieras.

Desde otra perspectiva, Barajas, López y Oliveros (2001) sostienen que para el estudio del estancamiento de crédito es necesario tener en cuenta la existencia simultánea de factores de oferta y de demanda. Para examinar esta hipótesis los autores construyen un modelo de desequilibrio que les per-

mite estimar simultáneamente la oferta y la demanda utilizando el método de máxima verosimilitud. Los autores encuentran que durante la mayoría de los últimos 24 meses de la muestra (febrero de 1994 y febrero de 2001), se presentó una restricción en la oferta de crédito que explica la evolución de la cartera.

Estudios más recientes analizan el fenómeno del estancamiento del crédito en varios países de América Latina teniendo en cuenta que, como ya se anotó, al final de la década de los noventa y con posterioridad a las crisis de México, Asia y Rusia, la dinámica del crédito bancario cambia dramáticamente en toda la región. Así, De la Torre et al. (2002) examinan las fluctuaciones del crédito en la región y comprueban la existencia de movimientos en la cartera que son comunes a la mayoría de los países. Encuentran también que, con la excepción de Chile, en la región han dominado los factores de oferta en la explicación de reducciones en el crédito.

También desde un enfoque comparativo internacional, Barajas et al. (2002) replican el modelo estimado por Barajas, López y Oliveros (2002) aunque con algunos cambios en las especificaciones de la oferta y la demanda de crédito. Incorporan además dos variables adicionales en la función de oferta: el porcentaje de cartera vencida y las provisiones como porcentaje de la cartera vencida. La primera variable refleja la actitud de los bancos frente al riesgo crediticio, mientras que la segunda capta más directamente la intensidad con que un banco debe establecer provisiones. Para los tres países estudiados (Colombia, México y Perú) estas variables fueron significativas. El resultado para Colombia, contrario a todos los estudios anteriores, muestra la importancia que tiene la demanda de crédito como explicación de la caída de la cartera privada real.

---

<sup>7</sup> De acuerdo con las Notas Editoriales de la Revista del Banco de la República de diciembre de 2001.

### III. UNA EXPLICACIÓN COMPLEMENTARIA

En este ensayo se busca una explicación complementaria de la evolución del mercado crediticio reciente, centrada en un evento esencial que marcó dicha evolución y cuyas características concuerdan con lo que se conoce en la literatura como un "boom" de crédito. La identificación de estas características, el análisis de los elementos externos y de política que lo precedieron y acompañaron y los cambios en el comportamiento de los principales agentes de la economía a lo largo de sus distintos subperíodos, permitirán mostrar la estrecha relación entre este evento y la pobre dinámica del crédito en los últimos años.

#### A. La liberalización y apertura financiera de comienzos de la década anterior

A principios de la década de los noventa, Colombia, al igual que otros países desarrollados y en desarrollo, puso en práctica una serie de reformas tendientes a hacer más competitivos los mercados y darles un mayor papel en la asignación de recursos productivos, con la idea de elevar la eficiencia de la economía y el crecimiento del producto. Entre estas reformas, que incluían la apertura comercial y cambiaria, se destaca la liberalización del sistema financiero y la supresión de las medidas que lo mantenían reprimido y le impedían contribuir al desarrollo del país.

En efecto, al comenzar los años 90 el sector financiero colombiano se caracterizaba por un tamaño reducido, segmentación y concentración de mercado y presencia del Estado como propietario de una parte muy importante de los activos del sector bancario (21%). De otro lado, los requerimientos de encaje sobrepasaban el 40% del total de los depósitos y el margen de la tasa de interés superaba

en más de 500 puntos básicos el de los países desarrollados. En un contexto de alta inflación y de créditos subsidiados, el sector bancario concentraba muy buena parte de sus préstamos en obligaciones de un año o menos, limitando el largo plazo para el sistema de créditos de ahorro y vivienda (Uribe y Vargas, 2002).

La reforma, consignada principalmente en las leyes 45 de 1990, 9 de 1991 y 35 de 1993, redefinió el papel y la estructura del sistema financiero. Las leyes que se dictaron simplificaron la entrada y salida del negocio y buscaron también reducir la especialización, generar un modelo cercano a la multibanca y diseñar un esquema más adecuado de supervisión y regulación prudencial.

Adicionalmente, se introdujeron modificaciones en materia de encajes, inversiones forzosas, tasas de interés, crédito subsidiado y participación de la inversión extranjera en el sector financiero<sup>8</sup>.

Estas medidas fueron significativas y de gran importancia para la economía colombiana, tal como lo ilustran Arbeláez y Echavarría (2001) en su análisis de la evolución de los índices de liberalización financiera y de la cuenta de capitales que han sido elaborados por distintos autores para el caso colombiano. Todos estos índices señalan que el proceso de liberalización financiera en Colombia fue relativamente ágil y profundo cuando se le compara con países de igual nivel de desarrollo.

---

<sup>8</sup> De acuerdo con Uribe y Vargas (2002) los nuevos principios en materia de inversión extranjera pueden resumirse en tres puntos: i) igualdad de tratamiento entre nacionales y extranjeros e igualdad de oportunidades de inversión; ii) acceso universal para todos los sectores de la economía, y iii) autorización automática para el establecimiento de inversionistas extranjeros en el país.

## B. Una opción de política: liberalización financiera y cambiaria, la regulación y el manejo del riesgo en mercados imperfectos

El proceso de reforma del sistema financiero colombiano coincidió con cambios en los mercados internacionales que originaron importantes flujos de capital a países emergentes y contribuyó a que el país participara de dichos flujos. Se estableció así una estrecha relación entre la economía colombiana y el resto del mundo, en el contexto de un escenario que se esperaba que promoviera una mejor asignación de recursos, mayores niveles de inversión y altas tasas de crecimiento económico. Este escenario, sin embargo, implicaba también ciertas contingencias. Mirado hacia atrás y con la experiencia acumulada por numerosos países, la liberalización financiera incrementó la fragilidad de las economías y la volatilidad de los mercados, haciéndolos más susceptibles a episodios especulativos y crisis financieras y cambiarias<sup>9</sup>.

La liberación implica entonces un dilema crucial para los países que la adoptan: ellos deben escoger entre, por un lado, aplicar controles que disminuyan la vulnerabilidad de la economía y renunciar parcialmente a los beneficios de la apertura y la globalización y, por el otro, someterse a los riesgos de inestabilidad y volatilidad de los mercados internacionales con la idea de aprovechar plenamente los beneficios de estas políticas<sup>10</sup>. En buena medida,

---

<sup>9</sup> Kahn (2001) resume de esta manera las conclusiones de un seminario sobre integración económica global organizado recientemente por el Federal Reserve Bank de Kansas City: "*The increasingly integrated global economy presents policymakers with both opportunities and challenges*. Global economic integration is widely thought to improve the allocation of resources, promote technology transfer, and enhance living standards. But, at the same time, economic integration has frequently been blamed for growing trade imbalances, increased financial market volatility, and less effective domestic macroeconomic policies", p. xvii.

puede sostenerse que la salida a este dilema se encuentra no tanto en la búsqueda de una combinación óptima de mercados y controles, sino en el diseño y puesta en práctica de un esquema adecuado de regulación prudencial, seguimiento y supervisión de los agentes económicos, complementado con medidas de política (monetaria, fiscal y cambiaria) tendientes a prevenir la ocurrencia de crisis<sup>11</sup>.

En lo que tiene que ver con el marco de regulación, el esquema requerido gira en torno al principio de reducir y manejar el riesgo que toman los distintos agentes de la economía (Mishkin, 2000)<sup>12</sup>. En efecto, la liberalización financiera supone un proceso de profundización de las relaciones financieras de los distintos agentes en el que ellos diversifican su portafolio y asumen nuevos tipos de riesgo, aprovechando el acceso que se abre a mercados y oportunidades de inversión. Este proceso es particularmente difícil de asimilar en el caso de países emergentes, en los cuales los problemas de información imperfecta y mercados incompletos son más agudos y la tradición en manejo de riesgos más incipiente.

---

<sup>10</sup> Como bien lo expresa Krugman (2001): "...growing potential gains from trade and foreign investment make it increasingly expensive for countries to maintain controls that might interfere with flows of goods and services or deter multinational enterprise. But removing these controls makes it more likely that countries will develop the financial vulnerabilities that make financial crises possible", p. 100.

<sup>11</sup> Stiglitz (2001) sostiene que durante los últimos 25 años casi 100 países experimentaron una severa crisis cambiaria o financiera y que hay un creciente consenso en que parte de la explicación a esta situación se encuentra en la debilidad de las instituciones financieras, las cuales resultan en parte de una supervisión inadecuada. Por su parte, Aizenman (2002) sostiene que los países que adoptan las reformas enfrentan una disyuntiva entre los efectos adversos de mediano plazo y los efectos positivos de largo plazo de dichas reformas. Adicionalmente, que el reto está en definir cómo suplementar la apertura financiera con políticas que mejoren este conflicto intertemporal.

<sup>12</sup> Mishkin (2000) "Prudential Supervisión: Why Is It Important and What are the Issues?", NBER, Working Paper, No. 7.926.



De aquí que la calidad y efectividad del marco de regulación sean parte esencial de los elementos que determinan hacia dónde se inclina la balanza en esta apuesta que han hecho muchos países cuando optan por dar a los mercados un papel más definitivo en la asignación de sus recursos<sup>13</sup>. Un segundo elemento es, por supuesto, el conjunto de condiciones externas y de política que, más allá del marco de regulación mencionado, pueden dar lugar a la reversión e inestabilidad de los flujos de capital internacional.

Esta relación entre liberalización financiera, flujos de capital y posibilidad de crisis, con los retos en materia de política económica y regulación que ella impone a los países, es de gran utilidad para entender la evolución de la economía colombiana desde comienzos de los años 90 y en particular los acontecimientos que explican el estancamiento del crédito del pasado reciente.

La liberalización financiera y cambiaria y los flujos de capital que llegaron al país alimentaron el canal de crédito y el multiplicador financiero y permitieron la profundización financiera de la economía y un rápido crecimiento del crédito. Los distintos agentes disminuyeron su aversión al riesgo y asumieron comportamientos que, dentro del marco de regulación vigente, aumentaron la incidencia de problemas de selección adversa y riesgo moral. Las medidas de política adoptadas en los distintos frentes no tuvieron la efectividad suficiente para contrarrestar los efectos de estos procesos. En estas circunstancias fueron comunes los errores en la eva-

luación de proyectos, avivados por una inflación de activos que llevó a desmesurados incrementos en los precios de los colaterales en las operaciones crediticias.

A los errores de valoración de riesgo crediticio también contribuyeron el proceso de consolidación de la multibanca que se promovió con la reforma financiera y la existencia, durante el auge, de un elevado número de bancos públicos. En el primer caso, la estructura operativa que se generó como resultado de la reforma fue costosa e inefectiva en la evaluación del riesgo implícito de los proyectos de clientes desconocidos que se acercaban a los nuevos bancos. Por su parte, la banca pública obedeció en muchos casos más a criterios políticos que técnicos en la selección de proyectos (Clavijo, 2000).

También es necesario destacar la existencia de un elemento común a todos los países que, como Colombia, utilizaron desde la década del noventa alguna forma de regulación basada en los requerimientos de capital e inspirada en el Acuerdo de Basilea de 1988. Como es bien sabido, los dos objetivos principales de dicho acuerdo eran asegurar un nivel adecuado de capital en el sistema bancario internacional y mejorar su nivel de competencia<sup>14</sup>.

Si bien las evaluaciones de Basilea han mostrado que el acuerdo fue exitoso en alcanzar estos dos objetivos, sus limitaciones en otros aspectos han sido muy evidentes y han llevado a la necesidad de buscar nuevos acuerdos. Con estos últimos se bus-

---

<sup>13</sup> Aizenman (2002) hace una extensa evaluación de estudios sobre crisis financieras en países emergentes en la que subraya la estrecha relación entre liberalización financiera y crisis, por un lado, y el papel positivo que un marco adecuado de regulación prudencial y supervisión puede jugar en atenuar dicha relación.

---

<sup>14</sup> Más allá de estos resultados, algunos autores sostienen que esquemas de regulación centrados casi en un único instrumento, los requerimientos de capital, pueden llegar a ser ineficientes y contraproducentes como elementos de manejo de riesgo en países en desarrollo. Stiglitz (1999). "What have we learned from the recent crises: implications for banking regulation", Mimeo.

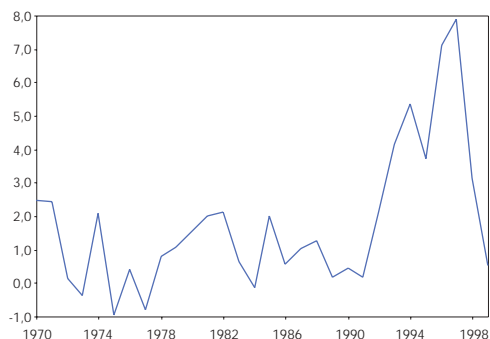
ca superar el enfoque de "canasta de activos" que conducía a los bancos a incrementar su riesgo sin aumentar su capital en virtud de manipulaciones de dicha canasta, sustituyendo los activos de bajo riesgo por otros de alto riesgo. De esta forma, mientras el acuerdo de 1988 se centraba en regulación sobre el capital, el nuevo enfoque se basa en tres pilares que se refuerzan entre sí: requerimientos mínimos de capital, revisión del proceso de supervisión y disciplina de mercado (Stolz, 2001).

#### IV. EL CICLO DE CRÉDITO EN COLOMBIA EN LOS AÑOS NOVENTA

##### A. La dinámica de los flujos de capital externo

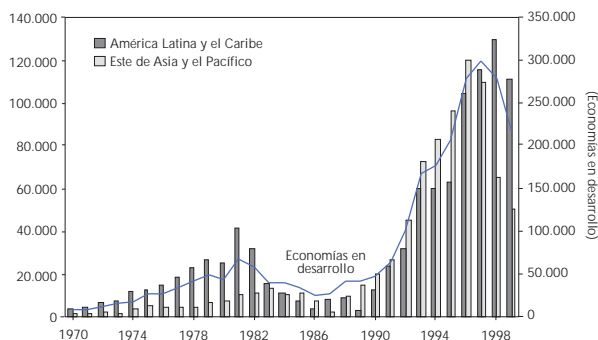
Durante la década pasada el país fue receptor de un gran volumen de flujos de capital provenientes del exterior, tal como puede observarse en el Gráfico 3. Esto, como ya se anotó, no fue un hecho aislado, pues el mismo fenómeno se presentó en casi todas las economías emergentes como consecuencia de la integración financiera que caracterizó a la economía mundial durante el período. Se trata entonces de un fenómeno exógeno a los países receptores de dichos flujos (Gráfico 4).

**Gráfico 3. FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO (% del PIB)**



Fuente: Banco de la República, Balanza de Pagos, cálculos propios.

**Gráfico 4. FLUJOS DE CAPITAL HACIA LAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO (Millones de dólares)**



Fuente: Cepal.

En todos los casos, la década registra lo que puede considerarse un ciclo completo de los flujos de capital, mucho más marcado y con mayores niveles que los alcanzados en las dos décadas inmediatamente anteriores. Estos flujos se incrementaron considerablemente a partir de comienzos de los años noventa, con una breve interrupción en 1995 como resultado de la crisis mexicana y el llamado efecto Tequila, y se desplomaron súbitamente en 1997 y 1998, con posterioridad a las crisis en Asia y Rusia. En el caso colombiano, estos flujos se incrementaron de casi cero en 1991 a cerca de 7% del PIB en 1996, para retornar a valores de sólo 1% del PIB en 1999. La reversión en la dinámica de estos flujos ilustra los riesgos ya mencionados que pueden derivarse de la apertura y la liberalización financiera.

Sin embargo, no fueron únicamente factores de oferta asociados a cambios en los mercados internacionales los que explican la llegada de capitales externos al país. La liberalización financiera y la apertura de la economía se adoptaron teniendo como objetivos, entre otros, la ampliación y el abaratamiento de las fuentes de financiamiento de la inversión productiva. De esta manera, la dinámica de los flujos de capital en la década pasada estuvo

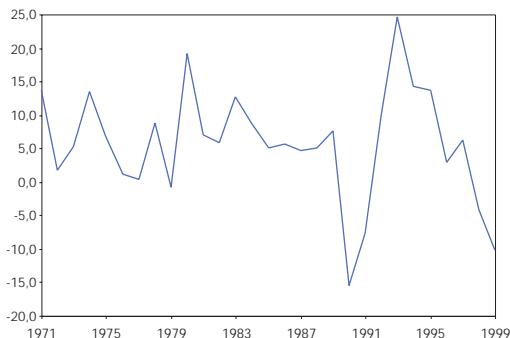
también vinculada con las necesidades financieras del sector privado y, en menor medida, del Gobierno. Estas necesidades llevaron a que la cuenta corriente fuera financiada por deuda privada e inversión externa hasta 1997. En 1998 y 1999, si bien los flujos netos de inversión extranjera continuaron siendo positivos, fue el sector público quien recibió grandes flujos de crédito externo en comparación no sólo con lo que había recibido en años anteriores sino también con los flujos privados en estos dos años (Villar y Rincón, 2000).

## B. Flujos de capital y el ciclo del crédito en Colombia

Hay un gran peso de evidencia que sugiere que los flujos de capital que ingresaron a las economías emergentes en el período considerado alimentaron y, en algunos casos, generaron un *boom* o auge de crédito a través de procesos endógenos a estas economías. A tal conclusión llegan, por ejemplo, Hernández et al. (2000), quienes utilizan un criterio de velocidad en el crecimiento del crédito privado para identificar un *boom*, al igual que Gourinchas et al. (2000), cuya metodología para la definición de este tipo de episodios se centra en el nivel del crédito y su crecimiento.

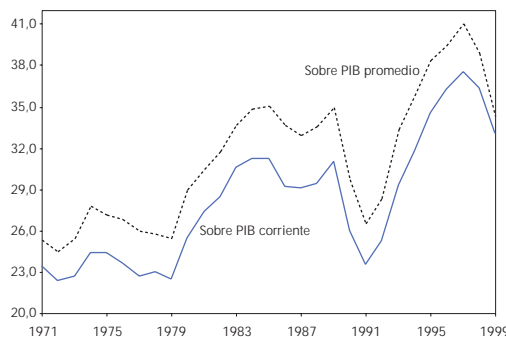
En su estudio reciente en el que se aplican estos criterios, Gourinchas et al. (2000) identifican, para el período 1960-1996, 63 *booms* de crédito en una muestra de 91 países que incluye a Colombia. Los dos criterios permiten concluir que, efectivamente, en el país tuvo lugar un auge o *boom* de crédito en la década pasada. Esto puede observarse en los Gráficos 5 y 6, el primero con información de tasas reales de crecimiento del crédito y el segundo con niveles corrientes de esta variable como porcentaje del PIB<sup>15</sup>. Con este último criterio se concluye que el auge crediticio ocurrió entre 1993 y 1998 y que su fase de expansión tuvo una duración de tres años<sup>16</sup>.

**Gráfico 5. TASA DE CRECIMIENTO REAL DEL CRÉDITO PRIVADO (%)**



Fuente: Banco de la República, Sector Financiero, cálculos propios.

**Gráfico 6. CRÉDITO PRIVADO (% del PIB)**



Fuente: Banco de la República, Sector Financiero, cálculos propios.

<sup>15</sup> En el Gráfico 6 se presentan dos medidas del nivel de crédito como porcentaje del PIB. En un caso se tuvo en cuenta que el crédito es una variable stock el producto una variable flujo, en consecuencia se construye un promedio del producto medido en dos períodos consecutivos para construir la relación. La otra medida se construye simplemente tomando el PIB corriente como denominador. En los dos casos las evoluciones son similares y la diferencia de las curvas es sólo de nivel. La primera medida permite contrastar los resultados aquí presentados con los de Gourinchas et al. (2000).

<sup>16</sup> En el estudio de Gourinchas et al. (2000) la duración promedio de un auge es de 2,1 años con una desviación estándar de 1,8. La fase final del episodio tiene una duración promedio de 1,8 años con una desviación de 1,6.

De otro lado, los estudios mencionados encuentran también dos importantes regularidades entre los países estudiados. Por un lado, Gourinchas et al. (2000) demuestran que existe una gran coincidencia en los años en que ocurrieron los episodios de *boom* de crédito en los distintos países. Por su parte, De la Torre et al (2002) encuentran una gran sincronización entre los ciclos de crédito y los ciclos de flujos de capital externo en América Latina.

Para evaluar la validez de esta relación en el caso colombiano se presenta el Gráfico 7, con información de las series de crédito sobre PIB y de flujos de capital sobre PIB. El gráfico sugiere varias relaciones de interés:

- Es posible afirmar que históricamente ha existido para Colombia una asociación estrecha entre las tendencias en el movimiento de los flujos de capital y las del crédito privado.
- La sincronización entre estas dos variables, tanto en términos de dirección de los movimientos de las variables como de profundidad de los mismos, es más estrecha cuando la economía colombiana, y principalmente su sector privado, se

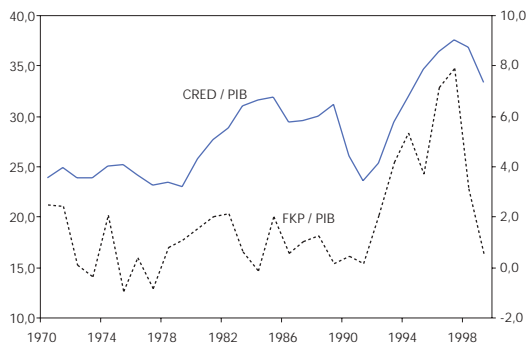
vinculan más abiertamente a los mercados internacionales de capital mediante las políticas de liberalización financiera y comercial de la década pasada.

Probablemente, el acceso del sector privado a los flujos de capital externo es importante en la explicación de los cambios en la relación entre estos y el ciclo de crédito doméstico. En los años 80 los flujos de capital llegaron al país fundamentalmente para financiar el déficit del sector público, y la expansión del crédito privado se dio por la reducción de la presión ejercida por el Gobierno sobre el sector financiero interno. Como ya se anotó, en los años 90, y sobre todo en la primera parte del período, el comportamiento del sector privado como receptor de las afluencias de capital fue propiciado por las reformas estructurales que llevaron a una mayor flexibilidad en el régimen de inversiones extranjeras y de endeudamiento externo, los programas de privatizaciones y concesiones, las ventas de entidades financieras y el desarrollo de proyectos de infraestructura, en particular en los sectores de petróleo y de comunicaciones (Uribe, 1995).

La evidencia señala que los flujos de capital privado desempeñaron un papel muy importante en el *boom* de crédito que se dio en Colombia en la década de los noventa. Esto fue así aun a pesar de la respuesta de las autoridades que, ante el rápido incremento de los flujos externos de capital, y buscando la estabilidad macroeconómica, introdujeron un depósito en dólares no remunerado para los créditos de corto plazo que no financiaran importaciones. Este depósito tenía en la práctica el efecto de un impuesto sobre los flujos de capital de corto plazo y se elevó progresivamente en la medida en que las afluencias de capital fueron creciendo.

Puede concluirse, entonces, que los flujos de capital en el país fueron determinantes en la conforma-

**Gráfico 7. CRECIMIENTO PRIVADO Y FLUJO DE CAPITAL (Participación porcentual)**



Fuente: Banco de la República, cálculos propios.

ción del *boom* de crédito de la década pasada a través de los procesos endógenos que alimentaron<sup>17</sup>. En general, este resultado coincide con el presentado por Hernández et al. (2000), quienes sugieren que, más allá de las políticas que cada gobierno pueda adoptar, en los países en desarrollo la probabilidad de que una expansión de flujos de capital desemboque en un *boom* de crédito es mayor que la de tener una expansión de dichos flujos que no conduzca a un *boom* de crédito.

### C. El ciclo del crédito y comportamiento de la economía

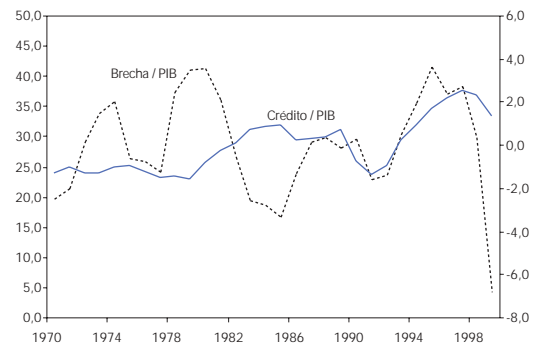
La relación que se estableció en la década pasada entre el proceso de liberalización financiera de comienzos del período, los flujos de capital externo y el ciclo del crédito al sector privado, es el punto de partida para subrayar a continuación algunos aspectos del comportamiento de la economía colombiana en el pasado reciente que son más relevantes para este trabajo. Para estos propósitos, la "línea de referencia" será el perfil que siguió en el tiempo el crédito al sector privado como porcentaje del PIB. Esto, debido a que se supone que la evolución del crédito recoge los cambios en el comportamiento financiero de los distintos agentes de la economía que acompañan sus decisiones de carácter "real".

Un *primer* aspecto fundamental es la relación positiva que existe entre el nivel del crédito al sector privado y la dinámica de la actividad productiva

medida por la brecha entre el PIB corriente y el PIB potencial, relación que no existía antes de 1990 (Gráfico 8)<sup>18</sup>. Mayores niveles de crédito están ahora asociados con una brecha creciente del PIB respecto a su potencial, tal como ocurrió durante la fase de auge del ciclo de crédito de la década pasada entre 1993 y 1997. En 1998, año en que se presenta un abrupto descenso en el nivel de crédito, la brecha del PIB se hace negativa.

La pregunta que necesariamente surge es acerca del papel que juegan dentro de esta relación los flujos externos de capital que, como ya se anotó en la sección anterior, se mueven en relación directa con el crédito al sector privado. Al respecto, debe reconocerse que la respuesta que se da a esta pregunta en el presente trabajo no es completamente satisfactoria pues, como se ha dicho, si bien es posible identificar analíticamente elementos exógenos y elementos endógenos del ciclo del crédito, y destacar entre los primeros los flujos de capital externo,

**Gráfico 8. BRECHA DEL PIB Y CRÉDITO (% del PIB)**



Fuente: Banco de la República, cálculos propios.

<sup>17</sup> En términos más formales se efectuó también un ejercicio de correlación cruzada entre el crédito al sector privado/PIB y los flujos de capital/PIB. La evidencia empírica revela que para un flujo dado de capital privado, Colombia como país receptor efectivamente experimentó un *boom* de crédito. La correlación es positiva y contemporánea, aunque también es importante lo que suceda en el año anterior con los flujos de capital. Véase Anexo 1.

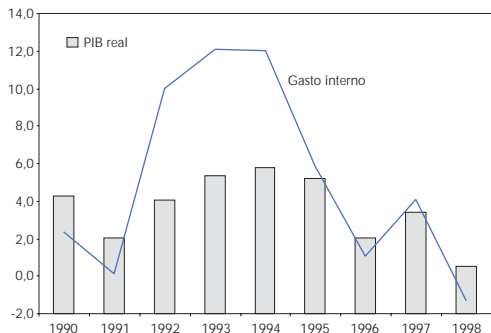
<sup>18</sup> Y por esta misma razón no es capturada por el ejercicio de correlación cruzada que se presenta en el Anexo 1.

es difícil separar plenamente los efectos de cada grupo en la medida que todos ellos se transmiten a la economía y se amplifican a través de los mismos mecanismos del canal de crédito y el acelerador financiero. La excepción a esto ocurre en 1998 y 1999, cuando tiene lugar una abrupta reversión de los flujos de capital hacia el país. Los efectos recesivos de esta reversión son claramente identificables.

Un *segundo* elemento relacionado con el ciclo del crédito en la década de los años 90 es la ocurrencia de una "burbuja de gasto", la que se ilustra en el Gráfico 9 con la comparación entre las tasas de crecimiento anual del gasto interno y del PIB, ambas expresadas en términos reales. Como puede verse, esta burbuja tuvo un largo período de expansión entre 1991 y 1994, para "desinflarse" a partir de entonces y terminar con un crecimiento negativo del gasto interno en 1998.

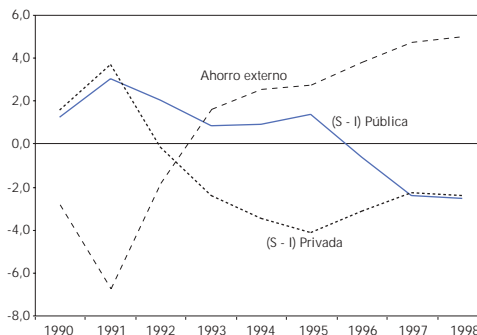
Es posible, con información adicional, profundizar un poco en la naturaleza de esta burbuja de gasto y su coincidencia con el *boom* de crédito. A este respecto, el Gráfico 10 permite derivar algunas conclusiones de interés:

**Gráfico 9. CRECIMIENTO REAL DEL PIB Y DEL GASTO INTERNO (%)**



Fuente: DANE, Cuentas Nacionales, cálculos propios.

**Gráfico 10. BALANCE MACROECONÓMICO (% del PIB)**



Fuente: DANE, Cuentas Nacionales, cálculos propios.

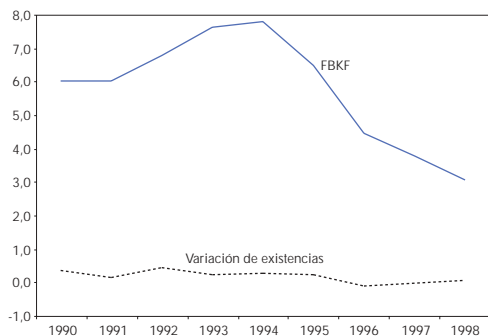
- Esta burbuja se alimentó con aumentos tanto del gasto privado como del público. Durante el período de expansión del ciclo de crédito y de la burbuja de gasto, el sector privado registró un déficit creciente de ahorro-inversión. Si bien el balance público sólo se hizo negativo en 1997, desde 1991 se registró un incremento considerable en el gasto del Gobierno, financiado con mayores impuestos y con privatizaciones<sup>19</sup>.
- A partir de 1995 el déficit de ahorro-inversión del sector privado comienza a cerrarse, coincidiendo en el tiempo con la menor tasa de crecimiento del gasto interno total real y con el inicio de la fase descendente del ciclo del crédito al mismo sector.
- En 1996 desaparece el superávit de ahorro-inversión del sector público, y a partir de 1997 tanto este sector como el privado registran déficit en esta relación.

<sup>19</sup> En efecto, el gasto del Gobierno se duplicó como porcentaje del PIB durante la década pasada (los pagos totales del Gobierno nacional central aumentaron de 9,4% del PIB en 1990 a 20% del PIB en 2001).

- Como resultado de los puntos anteriores, la economía contó desde 1992 con niveles crecientes de ahorro externo o déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. El nivel de este déficit en 1997 y 1998, cerca de 6% del PIB, ayuda a explicar la reversión de los flujos internacionales de capital que tuvo lugar en 1998-1999 y, por consiguiente, los posteriores inconvenientes en el mercado de crédito.

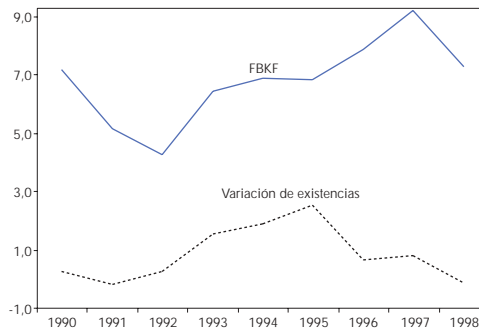
Mayores detalles de la naturaleza del papel del sector privado en la burbuja de gasto permiten identificar un *tercer* aspecto del ciclo de crédito aquí analizado (Gráficos 11, 12 y 13). Mientras la fase ascendente del ciclo crediticio está estrechamente asociada con incrementos en la inversión privada (hogares y empresas), la fase descendente lo está con fuertes caídas en la inversión y el consumo de los hogares. Más importante, en la evolución del gasto de los hogares parece radicar la explicación del perfil del ciclo crediticio, con su pico hacia mediados de la década y una fuerte caída de ahí en adelante. Sin embargo, es posible identificar una *tendencia* del consumo de los hogares a disminuir como porcentaje del PIB a lo largo de todo el ciclo, con una mayor caída en la fase descendente del mismo.

**Gráfico 11. INVERSIÓN: FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (FBKF) Y VARIACIÓN DE EXISTENCIAS DE LOS HOGARES (incluye ISFLSH) (% PIB)**



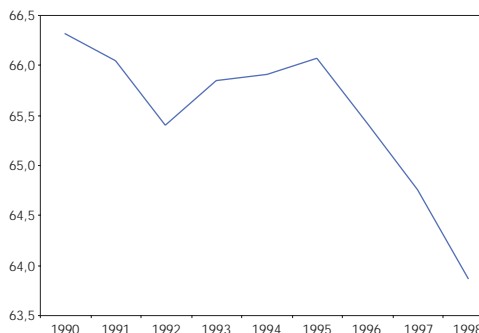
Fuente: DANE, Cuentas Nacionales, cálculos propios.

**Gráfico 12. INVERSIÓN: FBKF Y VARIACIÓN DE EXISTENCIAS SOCIEDADES Y CUASISOCIEDADES NO FINANCIERAS PRIVADAS (% del PIB)**



Fuente: DANE, Cuentas Nacionales, cálculos propios.

**Gráfico 13. CONSUMO DE LOS HOGARES A PRECIOS REALES (incluye ISFLSH) (% del PIB)**



Fuente: DANE, Cuentas Nacionales, cálculos propios.

Para comprender la evolución de la inversión de los hogares, es necesario tener en cuenta que el mayor componente de la inversión de los hogares es la adquisición de vivienda y, por otro, que el precio de la vivienda y el servicio de las deudas hipotecarias tienen un peso determinante sobre el balance de los hogares y su poder de compra. La estrecha relación entre el ciclo del crédito y el mercado de la vivienda apoya la evidencia que existe para Colombia y otros países sobre la tendencia a que las características de los ciclos crediticios y las

burbujas de gasto estén ligados a mercados de bienes no transables cuyos precios registraron auges y caídas que influyen enormemente en la evolución misma del ciclo de crédito.

En efecto, 1995 marca el quiebre en una tendencia ascendente en los precios de la vivienda y el inicio del deterioro de la cartera hipotecaria, eventos que en buena medida explican, por su efecto negativo sobre la inversión y el consumo de los hogares, el inicio de la "destorcida" en el *boom* crédito y en la burbuja de gasto.

Un *cuarto* elemento central del período cubierto por el ciclo del crédito de la década pasada fue la tendencia creciente de las tasas de interés real de captación y colocación, con unos pocos años en que dichas tasas registraron leves bajas (Gráfico 14).

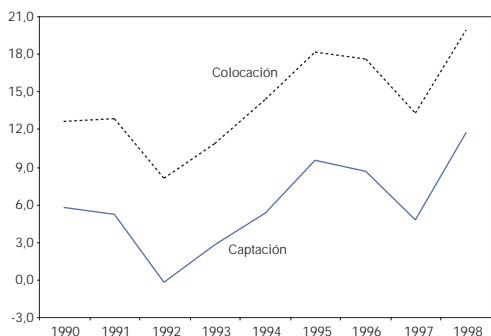
El hecho de que esta tendencia haya ocurrido tanto en la fase ascendente del ciclo de crédito como en la fase descendente del mismo indica que las razones que la explican son distintas para cada una de dichas fases. Además, probablemente, la tendencia mencionada resulta de la convergencia o coincidencia de medidas de política en respuesta a cho-

ques externos (en particular la introducción de un depósito en dólares no remunerado para créditos de corto plazo que no financiaran importaciones), cambios en las expectativas de los agentes y características específicas del mercado de recursos de financiamiento y del sistema de financiación de vivienda.

Teniendo en cuenta estos factores, es importante destacar las relaciones que existen entre la *tendencia* en las tasas de interés real a incrementarse y las fases del ciclo de crédito de la década pasada. Al respecto, pueden hacerse las siguientes hipótesis:

- No es extraño que las tasas de interés real se incrementen en las fases ascendentes de los ciclos y auges crediticios, mucho más cuando estos están asociados a burbujas de gasto como en el caso aquí analizado. De hecho, durante la fase ascendente del ciclo del crédito en Colombia, entre 1992 y 1995, las tasas de interés real de captación y colocación se incrementaron cerca de 1.000 puntos básicos. Entre los factores que ayudan a explicar este incremento se destacan: a) la marcada disminución del ahorro privado que tuvo lugar a partir de la liberalización financiera; b) la disposición de los agentes privados a asumir mayores riesgos ante las perspectivas favorables de la economía derivadas de la dinámica de la demanda y la entrada de capitales externos, y c) la competencia por recursos de captación entre entidades financieras con miras a incrementar su cartera.
- El problema es que las tasas de interés altas tuvieron efectos negativos sobre el comportamiento de los agentes económicos y aceleran la destorcida del *boom* de crédito y la burbuja de gasto. En efecto, las mayores tasas agravan los problemas de selección adversa en la asignación de recursos de crédito y deterioran los balances

**Gráfico 14. TASAS DE INTERÉS REAL DE COLOCACIÓN Y CAPTACIÓN (%)**



Fuente: Banco de la República.



de hogares y empresas, ya afectados por la acumulación de deuda, y de entidades prestatarias con desequilibrios entre los perfiles de activos y pasivos. Todo esto genera inestabilidad financiera, afecta negativamente tanto la demanda como la oferta de crédito y empuja la economía por la fase descendente del ciclo.

- En esta fase, que tuvo lugar en la segunda mitad de los años noventa, la escasez de ahorro doméstico se hizo más severa y las expectativas de los agentes se deterioraron, creando presiones adicionales al alza sobre las tasas de interés. Adicionalmente, el ciclo más prolongado que registró la inversión de las empresas implicó también una mayor demanda de financiamiento frente a una oferta más estrecha, lo cual, como se verá más adelante, activó temporalmente fuentes alternativas de recursos y alimentó aún más las presiones al alza sobre las tasas de interés. A estas presiones se sumaron las que ejerció el sector público con su creciente déficit. Esto, por supuesto, profundizó los efectos negativos sobre los balances de los agentes y deterioró las condiciones del mercado de crédito tanto por el lado de la oferta como del de la demanda.

#### **D. Recapitulación: rasgos distintivos del ciclo del crédito**

Los párrafos anteriores destacan algunos aspectos importantes para la comprensión de la dinámica de la economía colombiana en la década pasada que vale la pena resumir en forma esquemática para relacionarlos más directamente con el estancamiento del crédito del pasado reciente. De aquí surgen los siguientes rasgos distintivos del ciclo analizado:

- Buena parte de la evolución de la economía colombiana en los años 90 estuvo marcada por los procesos desencadenados a partir de reformas

estructurales. De éstas, es necesario destacar la liberalización y la apertura financiera, que propiciaron la profundización financiera, y un considerable incremento, en buena medida exógeno, en el flujo de capitales externos hacia el país.

- La integración del país a los mercados financieros internacionales produjo un cambio radical en el comportamiento de un buen número de variables económicas. Más específicamente, con dicha integración se estableció una estrecha relación directa entre el ciclo del crédito al sector privado, los flujos internacionales de capital hacia el país y la brecha entre el crecimiento del PIB corriente respecto a su tasa potencial de crecimiento. Esto significa que las curvas correspondientes a las tres variables registraron un movimiento cíclico similar durante el período.
- La profundización financiera fue seguida de un ciclo del crédito que inició su fase de expansión o *boom* hacia 1992 y tuvo su pico en 1995-1996 para iniciar entonces su fase descendente.
- A su vez, estos procesos estuvieron acompañados de una *tendencia* creciente en el gasto público a lo largo de las distintas fases del ciclo y de una *burbuja* de gasto del sector privado. Esta burbuja estuvo impulsada inicialmente por mayor inversión tanto de los hogares (vivienda) como de las empresas. Severos ajustes en el consumo de los hogares caracterizaron la fase descendente de la burbuja.
- El mayor gasto inicial se financió con crecientes niveles de endeudamiento (el *boom* de crédito, precisamente) y se apalancó sobre expectativas favorables de los agentes e incrementos en los precios de los activos. Estos elementos presionaron las tasas de interés al alza e indujeron una mayor propensión a asumir riesgos por parte de

hogares, empresas e instituciones financieras, todo lo cual deterioró sus balances y creó condiciones de fragilidad e inestabilidad financiera.

- Así, se generaron las condiciones para una des-torcida del proceso, marcada por una menor dinámica del crédito, la caída en los precios de los activos y un profundo ajuste del gasto de los hogares. Las condiciones de inestabilidad financiera y el creciente déficit fiscal contribuyeron a mantener la tendencia de la tasa de interés al alza, lo que profundizó el deterioro de los balances de los distintos agentes y contribuyó a crear trabas al funcionamiento del mercado de crédito.
- Crecientes desbalances macroeconómicos, niveles bajos de ahorro privado y un déficit público en aumento, implicaron saldos negativos en la cuenta corriente de la balanza de pagos que pusieron en peligro la estabilidad cambiaria de la economía.
- En 1998-1999 se presentó una interrupción imprevista en los flujos externos de capital al país que profundiza las tendencias recesivas que predominaban en el gasto privado y en los mercados de crédito y marcan el final de los procesos cíclicos ya mencionados.
- La economía llega a esta situación con un sistema financiero deteriorado, altos niveles de endeudamiento de los agentes y cambios profundos en la propensión de estos a asumir riesgos.

## V. COMPORTAMIENTO FINANCIERO SECTORIAL Y EL CICLO DE CRÉDITO

Una mejor comprensión del ciclo del crédito hace necesario identificar los nexos entre dicho fenómeno y los cambios en el comportamiento financiero inducidos o posibilitados por la reforma financiera

de comienzos de la década pasada en los distintos grupos de agentes de la economía.

La información utilizada para este propósito proviene de las cuentas financieras que elabora el Banco de la República. Ellas identifican y cuantifican la parte financiera de la cuenta de capital de los agentes institucionales (administraciones públicas, instituciones financieras, hogares, sociedades y cuasi-sociedades privadas y sociedades públicas) y de la economía en su conjunto. Esto incluye, entre otras cosas, los flujos de préstamos que adquieren y otorgan estos agentes, pero también los cambios en sus posiciones en materia de activos y pasivos. En otras palabras, las cuentas financieras registran cambios en las posiciones de los distintos agentes en los diversos activos existentes en el mercado y la forma como dichos cambios son financiados. Por construcción, las cuentas financieras también permiten ver con alguna precisión la forma como el flujo de excedentes de ahorro de ciertos agentes se distribuye hacia aquellos con insuficiencia de recursos. Al momento de escribir el presente ensayo existen cuentas financieras para el período comprendido entre 1990 y 1999.

Con base en esta información será posible analizar dos de los elementos mencionados en la sección anterior como parte de los procesos puestos en movimiento a partir de la convergencia de la liberalización financiera y el incremento en los flujos de capital externo que vinieron al país. Se trata de la profundización financiera de la economía y el ciclo de crédito.

La estrecha relación que existe entre estos dos elementos es clara y da lugar a lo que puede denominarse los aspectos endógenos de los procesos aquí analizados: la profundización financiera, que comporta cambios en los usos y fuentes de recursos de los distintos sectores a favor de activos y pasivos

financieros, alimenta el llamado "canal de crédito" al incrementar el monto de recursos de la economía que se canalizan a través del sistema financiero. Por su parte, la expansión de crédito ya explicada, conlleva la activación del llamado "acelerador financiero". No sobra decir que la naturaleza de la profundización financiera y su relación con la dinámica del mercado de crédito está estrictamente limitada por el grado de desarrollo de los instrumentos financieros y, por consiguiente, por las posibilidades de financiación (crédito o mercado de capitales), a disposición de los agentes de la economía en un momento dado.

### A. Ajuste privado a la profundización financiera

La noción de que la liberalización financiera podría conducir a una mayor asignación de recursos a través de los mercados supone que la economía se profundiza financieramente, con las implicaciones ya explicadas en términos de cambios en el comportamiento financiero de los agentes. La información de las cuentas financieras va a permitir examinar si evidentemente estos cambios ocurrieron o no en Colombia durante los años 90 y, si fue así, cuál era su naturaleza. Para esto, se trabaja con la siguiente identidad de fuentes y usos de recursos, aplicada en este caso al sector privado (hogares y sociedades):

$$S + \Delta P_f = I + \Delta A_f \quad (1)$$

Donde:  $S$ , ahorro;  $\Delta P_f$ , cambio en pasivos financieros;  $I$ , inversión;  $\Delta A_f$ , adquisición de activos financieros.

La Ecuación 1 corresponde en realidad a la cuenta de capital en la que se analizan los cambios en la inversión en activos físicos y financieros y aquellos en el financiamiento de esta inversión entre recursos propios y endeudamiento. Aplicando la ecuación

a la información proveniente de las cuentas financieras y de las cuentas nacionales se encuentran varios hechos que vale la pena destacar (Gráficos 15 y 16).

En primer lugar, puede decirse que la liberalización financiera produjo un incremento de los recursos movilizados por los hogares y las sociedades privadas en su cuenta de capital (usos y fuentes), aunque más por el lado de los usos que por el de las fuentes. En otras palabras, los agentes privados respondieron al surgimiento de nuevos instrumentos financieros y oportunidades de inversión incrementando su portafolio como porcentaje del PIB. En el caso de los hogares, el total de usos pasó de 12% del PIB en 1992 a cerca de 16% del PIB en 1995, y en el de las sociedades privadas de 11% del PIB en 1992 a 19% del PIB en 1995<sup>20</sup>. Esto constituye clara evidencia de la profundización financiera de la economía posterior a la reforma financiera.

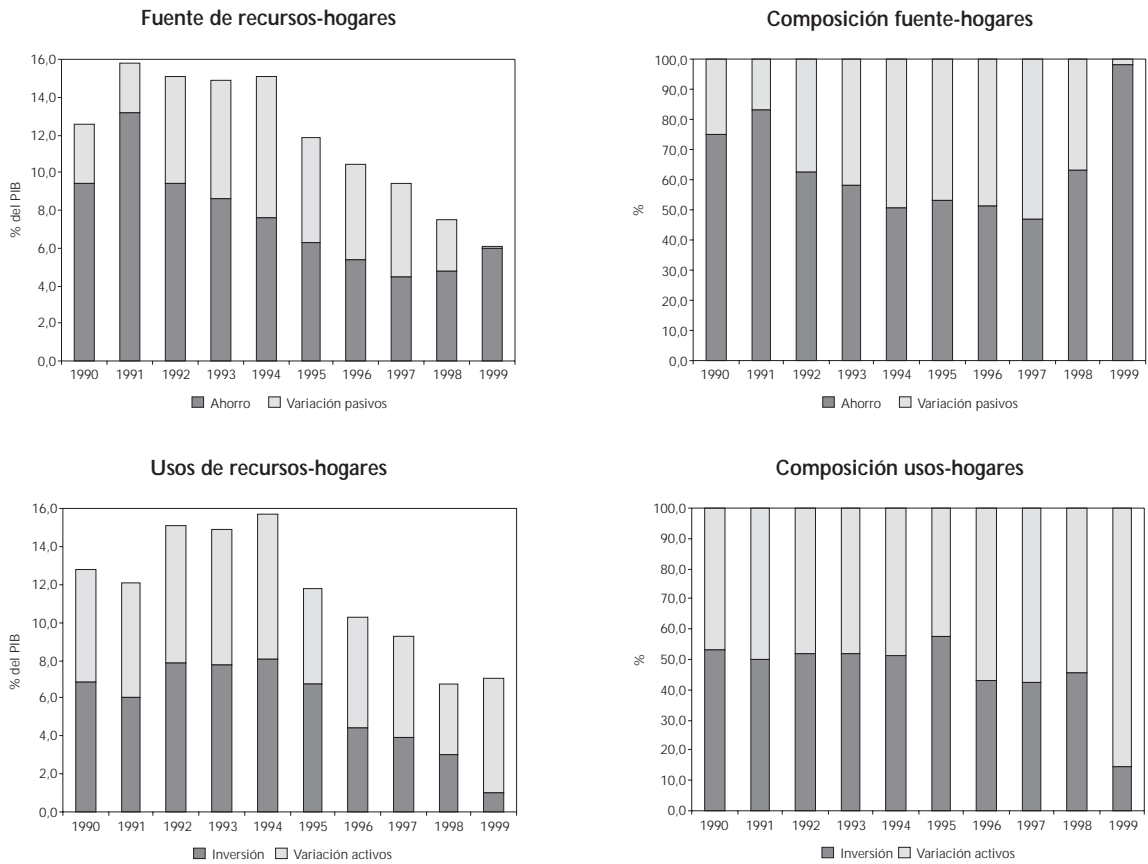
En segundo lugar, es interesante destacar que ni hogares ni sociedades privadas registraron cambios significativos en la composición de sus usos de recursos. El sector privado respondió a los incentivos y oportunidades abiertos por la liberalización financiera incrementando inicialmente su gastos de capital con mayor inversión en activos físicos y financieros más o menos en iguales proporciones.

En tercer lugar, el elemento más notable por el lado de las fuentes de recursos es la sustitución de aho-

<sup>20</sup> Por definición, y tal como lo indica la ecuación (1), el total de fuentes debe ser igual al total de usos para cada sector y para la economía en su conjunto. Infortunadamente, esa ecuación combina información de dos fuentes distintas (cuentas nacionales y cuentas financieras) que están en proceso de ajuste y conciliación.

Gráfico 15

FUENTE DE RECURSOS-HOGARES Y COMPOSICIÓN FUENTE-HOGARES



Fuente: Banco de la República, Cuentas Nacionales-Cuentas Financieras y cálculos propios.

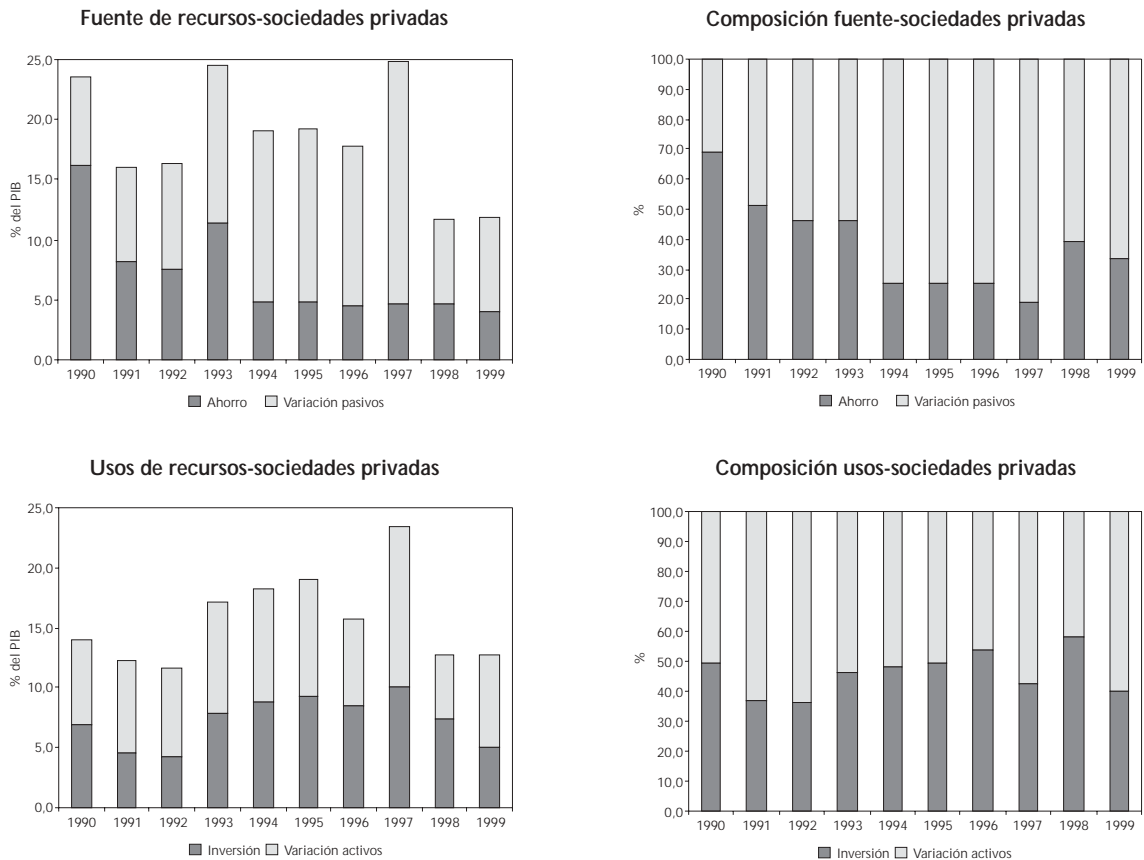
rro por endeudamiento (creciente adquisición de pasivos financieros), en un proceso que implicó mayores niveles de apalancamiento del sector privado. Esto se aplicó tanto a hogares como a sociedades privadas y para ambos alcanzó dimensiones realmente significativas. Así, mientras que el ahorro pasó de representar un poco más de 80% de las fuentes de recursos en 1992, para 1997 esa participación había bajado a 45%. Para las empresas, el ahorro pasó de ser cerca de 79% del total de fuentes de recursos a sólo 20% en 1997. Esta sustitución

de ahorro por endeudamiento es tal vez el rasgo más importante de los cambios inducidos por la liberalización financiera en el comportamiento de los agentes privados.

En cuarto lugar, la disminución del ahorro frente al endeudamiento dentro del total de fuentes de financiamiento de los gastos de capital del sector privado implicó también una caída de las tasas de ahorro (ahorro como proporción del PIB) tanto para las sociedades como para los hogares. En efecto, el

Gráfico 16

FUENTE DE RECURSOS-SOCIEDADES PRIVADAS Y COMPOSICIÓN FUENTE-SOCIEDADES PRIVADAS



Fuente: Banco de la República, Cuentas Nacionales-Cuentas Financieras y cálculos propios.

ahorro de los hogares como porcentaje del PIB cayó de 14% en 1992 a menos de 5% en 1997. Para las sociedades la caída del ahorro se inició desde 1991, cuando éste equivalía a más de 15% del PIB, y terminó cuando dicho porcentaje se estabilizó en 5% luego de mediados de los años 90.

Sin embargo, por encima de los puntos anteriores sobresale un quinto y último aspecto del cambio en el comportamiento financiero del sector privado: el hecho de que el monto de recursos de capital ab-

sorbidos (fuentes) y movilizados (usos) por el sector privado, medidos como porcentaje del PIB, siguió un patrón similar al del ciclo del crédito, incrementándose a partir de la adopción de la liberalización financiera y reduciéndose a partir de 1995-1996.

Si se ponen juntos los puntos anteriores es posible derivar importantes complementos de los hechos estilizados de la economía colombiana en los años noventa que fueron destacados en la sección IV. D.

- La liberalización financiera puso en movimiento un proceso de profundización, manifiesto en importantes cambios en la cuenta de capital del sector privado que pueden resumirse en mayores inversiones en activos financieros y físicos, por un lado, y crecientes niveles de endeudamiento y apalancamiento por el otro.
- Sin embargo, el único de estos cambios que perduró fue la caída del ahorro en términos relativos y absolutos. Los demás se reversaron con mayor o menor intensidad en la segunda mitad de la década, lo que implicó menores niveles de inversión y de adquisición de activos y pasivos financieros en lo que puede interpretarse como un proceso de *desprofundización financiera*. Vale la pena preguntarse acerca de la naturaleza (coyuntural o estructural, parcial o no) de esta reversión de los efectos iniciales de la liberalización, ya que puede tratarse también de una especie de burbuja, luego de la cual la economía regresa su nivel de profundización de largo plazo<sup>21</sup>.
- El hecho de que esta secuencia profundización-desprofundización financiera hubiera coincidido en el tiempo con el patrón de los ciclos del

crédito al sector privado, los flujos de capital externo y la brecha de crecimiento del PIB frente a su potencial y la burbuja de gasto, constituye un hecho estilizado de la economía colombiana en los años 90 que debe añadirse a los señalados en la sección anterior.

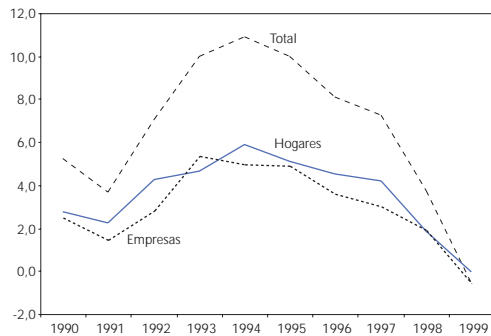
- Esto a pesar de que la coincidencia entre la secuencia de profundización-desprofundización y el ciclo de expansión-contracción del crédito es fútil si se tiene en cuenta el sesgo de la economía colombiana hacia los bancos y en contra de los mercados de capitales, que establece una relación estrecha entre adquisición de pasivos por parte del sector privado y crédito al mismo sector y, en menor medida, entre adquisición de activos por parte de este sector y fondos prestables a disposición del sistema bancario.
- A pesar de esto, surge aquí también un interrogante de interés acerca de la posibilidad de tener un mercado de crédito dinámico con un nivel tan bajo de profundización financiera del sector privado cuando, de hecho, la reversión de este proceso puede interpretarse como una "ruptura", al menos parcial, en el canal de crédito.

## B. El ciclo de crédito desde la perspectiva de los sectores de la economía

La distinción entre hogares y empresas o sociedades privadas permite ver que el ciclo del crédito proveniente del sector financiero para ambos subsectores siguió un patrón similar, con una fase ascendente entre 1991 y 1994 en la que los préstamos como porcentaje del PIB pasaron de 3,5% a 11%, y una descendente más larga pero con una profunda caída de los préstamos virtualmente a 0% en 1999. Debe destacarse que los dos últimos años aquí considerados mostraron una caída de 7 puntos porcentuales en los préstamos para el sector privado (Gráfico 17).

<sup>21</sup> Falta de información de cuentas financieras para calcular las fuentes y usos de recursos de los distintos sectores para períodos anteriores a 1990 impide responder esta pregunta. Sin embargo, haciendo uso de un índice agregado de profundización, la relación M3/PIB, se puede concluir que, efectivamente, la economía colombiana tuvo un menor grado de profundización financiera en la década de los años 80 que en la de los 90 (28% contra 36,7% para la relación M3/PIB), con un movimiento cíclico del índice de profundización en esta última (subió de 28% en 1991 a 43% en 1997 para caer luego a 36% en 2000). La reforma financiera llevó efectivamente a mayores niveles de profundización de la economía respecto a períodos anteriores, al tiempo que los procesos endógenos en el comportamiento sectorial aquí analizados generaron un aumento temporal en dicho nivel.

**Gráfico 17. PRÉSTAMOS DEL SECTOR FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO (% del PIB)**

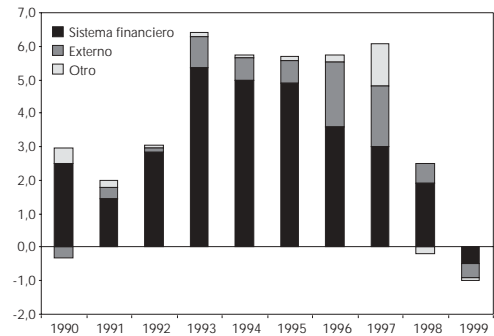


Fuente: Banco de la República, Cuentas Financieras.

El escenario para las sociedades privadas es más dramático si se consideran los préstamos totales a que ellas tuvieron acceso durante la década pasada, esto es, si se tienen en cuenta otras dos fuentes de préstamos diferentes al sector financiero: préstamos externos y "otras fuentes". Esta tercera fuente corresponde a préstamos que las empresas reciben de sectores distintos al financiero, tales como accionistas, casa matriz, etc. No se incluye en esta fuente rubros como cuentas por pagar que en cuentas financieras reciben el nombre de "crédito comercial". Estas fuentes no financieras de crédito han sido destacadas en varios estudios como un complemento a las fuentes tradicionales, que puede surgir en condiciones normales del mercado de crédito en respuesta a problemas de información imperfecta, o como recursos momentáneos de emergencia cuando se cierran las fuentes normales de financiamiento (Dimirguc-Kunt et al. 2001).

Como se mencionó, la inclusión de los préstamos totales cambia significativamente el ciclo del crédito de las empresas sin afectar el de los hogares, quienes no tienen acceso a las otras fuentes consideradas distintas al sector financiero doméstico (Gráfico 18). Para las sociedades privadas, la posibilidad

**Gráfico 18. PRÉSTAMOS TOTALES A SOCIEDADES PRIVADAS (% del PIB)**



Fuente: Banco de la República, Cuentas Financieras.

de contar con préstamos externos y de "otras fuentes" implica un aplazamiento de la fase descendente del ciclo de 1993 a 1997. Esto quiere decir que el descenso en los préstamos que reciben las empresas del sector financiero a partir de 1994 es compensado inicialmente por préstamos externos y luego con préstamos de "otras fuentes". En 1997, año en que las empresas incrementaron su adquisición de activos físicos y financieros, el sector financiero representó sólo la mitad (3% como porcentaje del PIB) de los préstamos del sector, mientras que los de "otras fuentes" resultaron superiores a 1% del PIB.

La posibilidad de compensar la caída de los préstamos del sistema financiero con fuentes alternativas es bastante limitada, en particular en lo que tiene que ver con las llamadas "otras fuentes", las cuales, por su naturaleza, son realmente efímeras. Así, en 1998 y 1999 los préstamos para las empresas provenientes de ellas fueron negativos.

El Gráfico 18 también permite ver la dramática situación de las empresas privadas en estos dos años ante la reducción de los préstamos de toda fuente. Mientras que estos alcanzaron un nivel de 6% del

PIB en 1997, fueron negativos en 1% del PIB en 1999, incluyendo los préstamos externos, que habían ganado participación en el total de préstamos del sector. Esto significó una reducción de 7% del PIB en dos años en los préstamos que recibieron las empresas, incluyendo la reversión súbita de los flujos de financiamiento externo.

Esta rápida reducción en los préstamos a las empresas y, más importante, el hecho de que estos hayan sido negativos en 1999, apunta a un severo ajuste del sector que, en lo que respecta a la cuenta de capital, implicó una reducción de 5 puntos porcentuales del PIB en la tasa de inversión, que equivale a una caída de 50% en dicha tasa. La contribución de este ajuste a la recesión que vivió la economía colombiana ese año debe haber sido significativa.

Un último tema que se deriva del análisis de las operaciones de endeudamiento de las cuentas nacionales tiene que ver con la participación del sector público en el mercado de crédito durante el período del ciclo aquí analizado. Es muy significativo que, en términos generales, la fase descendente del ciclo de los préstamos al sector privado (después de 1994-1995) hubiera coincidido con incrementos de los préstamos para el sector público. Este período corresponde con el cambio de signo en el balance de ahorro-inversión del sector público y su creciente déficit.

Esto quiere decir que mientras el sector privado absorbía volúmenes cada vez menores de préstamos desde mediados de la década de los años 90, el sector público lograba un acceso creciente a estos recursos. Y más importante, en momentos en que los préstamos externos para empresas privadas e instituciones financieras se hacían negativos de manera abrupta (1998-1999), el sector público, y en particular la administración central, aseguraba su acceso a financiamiento externo.

Resumiendo las ideas presentadas en los últimos párrafos, los cambios en el mercado de crédito doméstico y externo hacia finales de la década pasada forzaron un ajuste severo en el sector privado y posibilitaron un desajuste creciente en el público.

## **VI. HERENCIAS DEL CICLO DE CRÉDITO Y AJUSTE ESTRUCTURAL DE LOS SECTORES**

### **A. El cierre de los ciclos, crisis de la economía y demanda de crédito**

Como ya se vio en las secciones anteriores, 1999 marca el cierre de los ciclos que aquí se han mencionado y que son distintas expresiones del mismo fenómeno: el ciclo de crédito, la burbuja de gasto, la brecha del crecimiento del PIB respecto al del PIB potencial y, finalmente, el ciclo de flujos de capital externo. Si bien estos procesos venían avanzando por su fase descendente desde mediados de la década, señalando, conjuntamente con el déficit creciente en la cuenta corriente de la balanza de pagos, un deterioro generalizado de la economía, fue en 1999 cuando tocaron a su fin de manera trágica, con una profunda crisis de los sectores productivo y financiero.

La información presentada en este trabajo permite destacar que, por encima de cualquier elemento de política económica que pudo o no haber contribuido a esta crisis, el abrupto cambio en la dirección de los flujos externos de capital jugó un papel determinante como principal detonante de dicha crisis. Una contracción en el nivel de crédito a la economía de más de 7 puntos del PIB en dos años, que culmina con préstamos negativos para el sector privado, no puede ser absorbido sin un ajuste profundo en los niveles de actividad económica y de gasto.



Este cambio abrupto en la dirección de los flujos externos de capital refleja la reacción de los mercados financieros internacionales a las crisis asiática y rusa y, en esa medida, puede considerarse como un *choque exógeno* a la economía colombiana. Sin embargo, también es cierto que ésta venía acumulando un alto grado de fragilidad en sus relaciones básicas y unos desequilibrios que la hicieron muy vulnerable a choques de este tipo y facilitaron su "contagio" de la situación de volatilidad en los mercados externos.

A este respecto, surgen varios elementos que eran evidentes en 1999 y que llaman la atención por su conexión con las reformas introducidas a comienzos de la década y con los procesos que ellas desataron. A partir de estos elementos es posible entender la grave situación del sistema financiero y su carácter estructural, y plantear luego algunas hipótesis sobre las causas del estancamiento de crédito:

- En el momento de cierre de los ciclos analizados, el sector privado parecía no haber cambiado mucho pues los niveles de crédito, inversión y ahorro, todos como porcentaje del PIB, eran iguales o inferiores a los del comienzo del auge de crédito (gráficos 15, 16 y 17).
- Además, el sector privado mostraba también una cuenta de capital con un nivel de profundización financiera mucho menor que el de la fase ascendente del ciclo.
- Y, finalmente, se enfrentaba a la crisis particularmente frágil, con altos niveles de endeudamiento, balances muy sensibles a incrementos en las tasas de interés y de cambio y debilitados por la caída en los precios de la vivienda y otros activos y, como ya se mencionó, bajísimas tasas de ahorro<sup>22</sup>.

De aquí puede concluirse que el sector privado no estaba entonces (y probablemente no está aún) en capacidad de asumir riesgos emprendiendo nuevos proyectos productivos o de absorber endeudamiento adicional sin antes, y por encima de todo, *reconstituir* sus balances o estados financieros y *reactivar* y *estabilizar* su flujo de caja. Esta reconstitución de balances pasa necesariamente por quiebras y reestructuración de empresas, desempleo, represión del consumo, etc., y una revisión general de expectativas a partir de una mayor aversión al riesgo. Una manifestación de este ajuste ha sido el esfuerzo por reducir los altos coeficientes de endeudamiento por el riesgo que ellos implican y por la carga de intereses que de ellos se deriva<sup>23</sup>. La demanda de crédito, al menos *en las condiciones vigentes en el mercado*, debe haber reflejado este nuevo comportamiento, con una reducción considerable que seguramente se mantendrá mientras subsistan los problemas de flujos y *stocks* ya mencionados<sup>24</sup>.

---

<sup>22</sup> No existen series largas y representativas con información sobre coeficientes de endeudamiento de empresas o del sector privado en general. Cálculos a partir de las cuentas financieras en saldos indican que para 1999 el saldo de la deuda total de las sociedades privadas en Colombia era cercano al 36% del PIB y la de los hogares de 15% del PIB. Estimativos presentados en el Informe de Estabilidad Financiera del Banco de la República a partir de fuentes de entidades financieras colocan la deuda bruta del sector privado no financiero para el mismo año en 43% e indican que ésta descendió a 33% del PIB en 2001.

<sup>23</sup> La Ley 550 de 1999 o Ley de Reestructuración Empresarial, ilustra el tipo de mecanismos a través de los cuales el sector productivo, en este caso con la ayuda del Gobierno Nacional, adelantó este proceso de ajuste. Según *La Nota Económica*, al 30 de abril de 2002 se habían firmado 321 acuerdos que sumaban aproximadamente pasivos por \$2,7 billones. Y se encontraban en trámite 230 acuerdos cuyos pasivos ascendían a cerca de \$330.000 millones.

<sup>24</sup> Encuestas llevadas a cabo por Fedesarrollo para el Banco de la República en 2001 mostraron el poco interés de los empresarios por adquirir nuevos préstamos. Así, un 34% de las empresas encuestadas manifestó haberse abstenido de pedir préstamos el último año debido al deseo de reducir su endeudamiento.

## B. Crisis, ajuste del sistema financiero y la oferta de crédito

La historia presentada en la sección anterior debe hacerse extensiva al sistema financiero colombiano. La distorsión de procesos y la fase decreciente de los ciclos que se iniciaron hacia 1995, fueron afectando negativamente el mercado de crédito, la liquidez y la solvencia de las entidades financieras, hasta poner a un buen número de ellas en situación insostenible y al sistema como un todo muy cerca de una crisis, y hacer necesaria la intervención del Gobierno, la revisión de su postura en materia de regulación y supervisión y, finalmente, la adopción de cambios en la legislación vigente.

Como ya se anotó, en el presente trabajo no se estudian estos elementos, aun a pesar de que ellos hayan en buen medida girado alrededor de los problemas de la banca hipotecaria y del papel que el mercado de vivienda jugó en los ciclos y burbujas analizados en otras secciones del documento. Lo que se quiere mostrar es que el sector financiero colombiano ha venido poniendo en práctica un tipo de ajuste estructural a la crisis de finales de la década anterior que se caracteriza, entre otras cosas, por un sesgo *anti-préstamos* que es necesario tener en cuenta para entender el problema del estancamiento del crédito de los últimos años.

La secuencia lógica de eventos es relativamente sencilla:

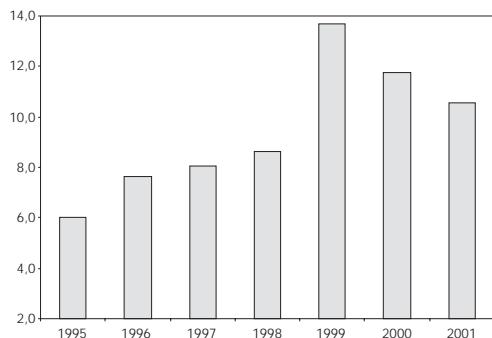
- El momento de quiebre de los ciclos aquí analizados, 1995, marca el inicio de un deterioro lento de las condiciones del mercado de crédito, de la rentabilidad y de la solvencia del sistema financiero.
- En 1998-1999, la fragilidad de la economía y los desequilibrios macroeconómicos y sectoria-

les descubren los problemas estructurales que ha acumulado el sistema financiero durante los años posteriores a la liberalización financiera.

- Ante la reversión de los flujos externos de capital que tiene lugar en estos dos años, el sector financiero, en lugar de suavizar el efecto negativo de este fenómeno sobre el financiamiento del sector privado, profundiza dicho efecto reorientando sus préstamos hacia el sector público.
- El sector inicia de inmediato un profundo proceso de ajuste que, como en el caso del sector productivo, parte de identificar las posibilidades y condiciones de supervivencia, e incluye una revisión de las perspectivas del negocio y de la propensión a asumir riesgos, con el objetivo de *reconstituir* sus balances y *reactivar y estabilizar los flujos esperados de utilidades*, todo al menor costo posible para los propietarios y accionistas de las entidades en términos tanto de pérdida de su capital como de necesidad de nuevos aportes. En las condiciones vigentes en el país, este ajuste implica esfuerzos por reducir los problemas de selección adversa y riesgo moral, lo que lleva a su vez a la reducción y recomposición de activos.

Para presentar y analizar la información que ilustra esta secuencia, es de utilidad observar, en primer lugar, el ciclo completo de *deterioro-mejora*, destacando el año 1999 como punto de quiebre, para ver luego el tipo de ajuste que comenzó ese año y que, supuestamente, causó el giro favorable en la situación del sistema financiero a partir de esa fecha. Así, el Gráfico 19 muestra el deterioro en la calidad de la cartera a partir de 1995, que fue lento hasta 1997 y mostró luego mayor rapidez hasta alcanzar un pico precisamente en 1999. Desde entonces se ha logrado mejorar la calidad de la cartera con medidas de saneamiento, prácticas más efi-

**Gráfico 19. CALIDAD DE LA CARTERA: CARTERA VENCIDA/CARTERA BRUTA (%)**



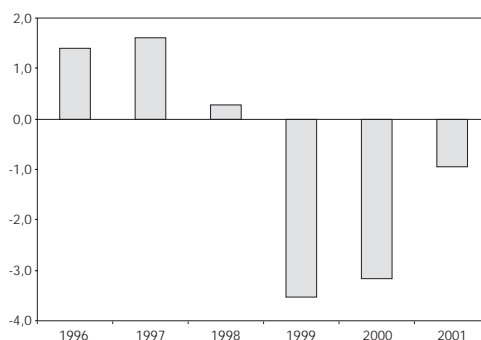
Fuente: Banco de la República.

cientes de cobro, mejor selección de clientes y nuevos tipos de contratos con nuevas modalidades de garantía, plazos, contraprestaciones, etc. El Gráfico 20 reproduce el patrón temporal anterior para la rentabilidad de las entidades financieras, con descenso entre 1995 y 1999 y posterior recuperación, y el Gráfico 21 hace lo mismo para la relación de solvencia del sistema.

En segundo lugar, unos pocos gráficos adicionales permiten caracterizar el ajuste estructural del sistema financiero colombiano a partir de 1999<sup>25</sup>. En términos muy generales, los rasgos esenciales de este ajuste son: la disminución de la exposición al sector privado, la recomposición de sus activos a favor de operaciones de menor riesgo y, finalmente, la reducción en el tamaño del sistema medido por el volumen absoluto y relativo de sus activos.

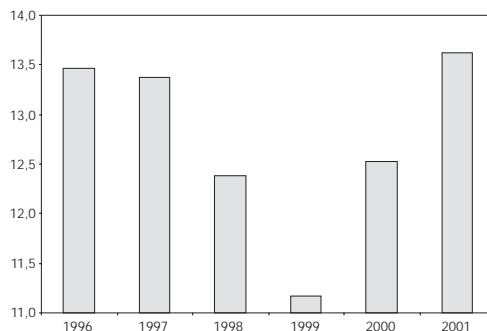
<sup>25</sup> Debido al carácter general del presente estudio y a los objetivos del mismo, se omiten aquí consideraciones importantes de las estrategias que han guiado el comportamiento de algunas instituciones financieras en particular a lo largo de este proceso de ajuste estructural. Esto hace referencia a los lineamientos de la banca extranjera y de los grupos o conglomerados nacionales que cuentan dentro de su organización con entidades financieras.

**Gráfico 20. RENTABILIDAD DEL ACTIVO: UTILIDAD/ACTIVO PROMEDIO (%)**



Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 21. RELACIÓN SOLVENCIA: PATRIMONIO TÉCNICO/ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO (%)**

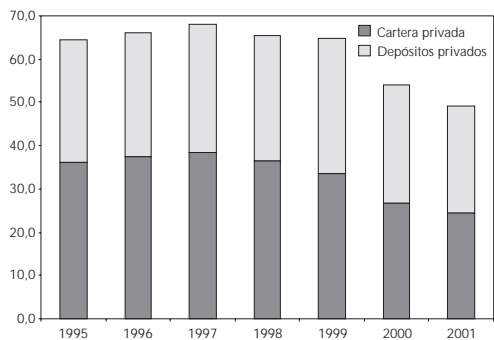


Fuente: Banco de la República.

Así, en el Gráfico 22, cuyas variables se presentan como porcentaje del PIB, puede observarse que desde 1998 se viene reduciendo la diferencia entre cartera privada y depósitos privados y, además, que esto ha sido más resultado de la caída en la cartera que de la reducción de los depósitos. Esto apunta a un cambio importante en la relación entre el sistema financiero y sus clientes tradicionales.

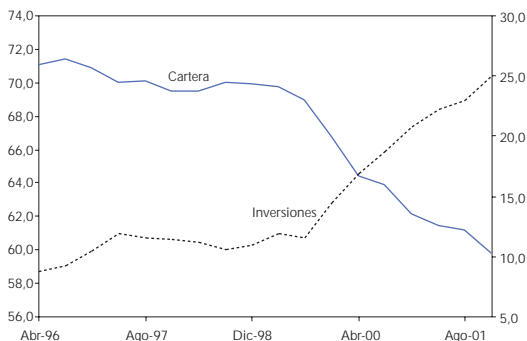
De otro lado, el Gráfico 23 muestra el cambio radical que se inició en 1999 en la composición de

**Gráfico 22. AJUSTE DEL SISTEMA FINANCIERO (%)**



Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 23. PARTICIPACIÓN DE LAS INVERSIONES Y LA CARTERA BRUTA SOBRE EL TOTAL DEL ACTIVO (%)**



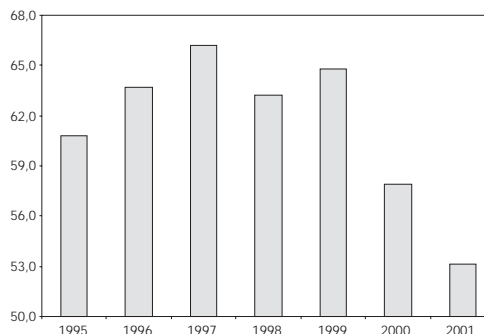
Fuente: Banco de la República.

activos del sistema financiero. Desde esa fecha, las instituciones financieras comenzaron a incrementar sus inversiones en papeles, en particular en títulos de deuda pública, y a disminuir la participación de la cartera de préstamos dentro de los activos totales. Esta recomposición, que en cerca de tres años ha alcanzado 15 puntos porcentuales de los activos del sistema, responde al menos a tres elementos: por un lado, y en una menor proporción, a inversiones forzosas que deben hacer las entidades financieras; por otro lado, al menor tamaño relativo

del sector privado frente al sector público como producto del crecimiento reciente de este último; y, finalmente, al esfuerzo del sector financiero por mejorar su balance gracias a una más favorable relación retorno esperado-riesgo<sup>26</sup>.

Finalmente, el Gráfico 24 revela que el sector financiero viene, también desde 1999, disminuyendo su tamaño medido por el valor de los activos como porcentaje del PIB. Este movimiento hacia un menor tamaño puede interpretarse como reflejo de la situación de insostenibilidad de algunas entidades y/o de medidas adoptadas como parte del saneamiento de cartera<sup>27</sup>. Sin embargo, también existe la posibilidad de que sea parte del ajuste estructural del sistema financiero en busca de un nuevo nivel de equilibrio de largo plazo más acorde con el tamaño de la economía y su grado de profundización financiera. Se trataría de un proceso de "involu-

**Gráfico 24. AJUSTE GLOBAL DEL SISTEMA FINANCIERO ACTIVOS TOTALES**



Fuente: Banco de la República.

<sup>26</sup> De la Torre et al. Op. Cit. muestran que una recomposición similar en los activos del sistema financiero ha tenido lugar en un alto número de países de América Latina.

<sup>27</sup> De hecho, cerca de 90 entidades financieras dejaron de existir entre 1996 y 2001.

ción" del sistema, luego de una hipertrofia que habría tenido lugar como parte del *boom* crediticio y de la burbuja de gasto de la década pasada. Esta involución sería entonces parte del proceso de desdortada de aquellos episodios (menores tasas de ahorro e inversión y menos profundización financiera) y del ajuste de la economía y la sociedad a su nivel de vida luego de la crisis de 1999 y años subsiguientes.

Lo anterior sugiere que el sistema financiero colombiano se encuentra en un momento de cambios importantes de fondo motivados por dos elementos básicos: por un lado, mucha mayor conciencia y sensibilidad de las decisiones a consideraciones de riesgo, sin que existan en la economía mecanismos adecuados de diversificación del mismo; por otro lado, y como ya se mencionó, la búsqueda de un nuevo tamaño de equilibrio de largo plazo.

Si estos elementos realmente están determinando el proceso de ajuste del sistema financiero, dicho proceso necesariamente tiene dos *características* que van a ser dominantes en las condiciones actuales: primero, tiene, como ya se afirmó, un marcado *sesgo anti-préstamos*; y segundo, encierra fuertes *desincentivos a la capitalización* de las entidades financieras por parte de sus propietarios<sup>28</sup>.

De aquí surgen entonces razones mediatas e inmediatas para explicar, desde el lado de la oferta, reducciones en la disponibilidad de crédito y restricciones a su expansión<sup>29</sup>. Estas razones, conjuntamente con las conclusiones de la sección anterior, relacionadas con la demanda de crédito, estable-

---

<sup>28</sup> En momentos de disminución de depósitos (recursos de bajo costo) e incertidumbre sobre la viabilidad misma del negocio, el costo del capital propio es demasiado alto y puede llegar a reducir el valor del capital total de la entidad (Stiglitz, 2001).

cen una conexión directa entre el estancamiento del mercado crediticio en los últimos años y los cambios y problemas estructurales de la economía colombiana de la década de los noventa. Igualmente, apuntan a algunas de las condiciones que deben cumplirse previamente a la reactivación del crédito en el país.

## VII. CONCLUSIONES

Las tasas bajas y negativas de crecimiento de la cartera que se han registrado en Colombia en los últimos años no son exclusivas del país. Se trata de una deficiencia en el funcionamiento de los mercados de crédito en países emergentes (y también en algunos desarrollados) que en la última década: i) otorgaron a los mercados, y en especial a los financieros, un papel más importante en la asignación de recursos; ii) registraron significativas e impredecibles entradas y salidas de capital externo, iii) sufrieron crisis económicas de diversa magnitud que, en todos los casos, afectaron su sistema financiero y, en menor medida, el frente externo.

Este panorama de la economía colombiana coincide con la caracterización que hace Caballero (2001) de las fuentes de inestabilidad macroeconómica en América Latina. Según el autor, estas fuentes son: las restricciones financieras generadas por los débiles lazos de los países de la región con los mercados financieros internacionales y el subdesarrollo de los mercados financieros domésticos. Mientras aquellas restricciones hacen difícil suavizar cho-

---

<sup>29</sup> Análisis hechos por el Banco de la República y presentados en el Informe de Estabilidad Financiera llegan a la interesante conclusión de que aún si el sistema financiero reversara el proceso de recomposición de activos sustituyendo títulos de deuda pública (y Repos) por cartera, problemas de solvencia impedirían un crecimiento de la cartera que le impedirían alcanzar los niveles de crédito previos a 1998.

ques externos (por ejemplo, en los términos de intercambio) y de hecho constituyen también choques externos, los mercados domésticos impiden una rápida reasignación de recursos en respuesta a estos choques, contribuyendo a generar así contracciones innecesarias de la economía.

En esencia, el problema parece ser que, por sus características, el sistema financiero en estos países tiene un *efecto procíclico* sobre la economía, profundizando los choques externos y de política y, probablemente también, sus desequilibrios sectoriales. Esto puede reflejar también la dificultad de un país para contar con un marco institucional que permita diseñar y poner en práctica el esquema de regulación y las políticas preventivas necesarias para aprovechar las ventajas de la integración a los mercados internacionales, minimizando los riesgos de inestabilidad, volatilidad y pérdida de control sobre los procesos económicos que se derivan de ella.

Si bien en este estudio no se evaluaron los efectos de la apertura cambiaria y la liberalización financiera de comienzos de los años 90, en él se encontró que el comportamiento de la economía y de sus agentes cambió radicalmente con la integración del país a los mercados financieros internacionales. De esta manera, puede afirmarse que para comprender la problemática actual del mercado de crédito es necesario partir del escenario conformado por el conjunto liberalización-flujos de capital externo.

El efecto más importante derivado de este escenario llevó a que las relaciones básicas entre variables y los movimientos de los agregados macroeconómicos se hicieran más dependientes de factores financieros y que las decisiones de los agentes individuales comenzaran a abordarse como decisiones de portafolio. Con esto, la conexión entre flujos de capital externo y los ciclos del mercado doméstico

de crédito se estrechó enormemente, como también lo hizo aquella entre estos ciclos y la dinámica de la producción interna.

Esto fue posible gracias a la profundización de la economía que se puso en movimiento con la liberalización financiera y que se alimentó de los flujos de capital externo que llegaron al país. Estos "choques" se transmitieron a la economía a través del llamado canal de crédito y del multiplicador financiero a partir de una burbuja de gasto que se montó sobre la cresta de un auge crediticio. El gasto público, la inversión de los hogares (particularmente en vivienda) y, en menor medida, la inversión de las empresas, impulsaron la dinámica de esta burbuja.

A lo largo del proceso, la evolución de los balances o estados financieros de los agentes selló la suerte de estas tendencias: es la solidez de los balances lo que determina la disponibilidad y la capacidad para asumir riesgos. Probablemente fueron las expectativas sobre los precios de los activos, y en especial los de la vivienda, los que sustentaron los balances en el auge del crédito y los que, al deteriorarse, mostraron la fragilidad de los mismos. Este quiebre ocurrió hacia 1994-1995, y dio lugar a una reversión del ciclo de crédito y a la destorcida de la burbuja de gasto.

En este descenso se acumularon, a partir de elementos endógenos a la economía, las semillas de la crisis: se deterioran más los balances por problemas adicionales en los precios de los activos y mayores tasas reales de interés; disminuye el ahorro y aumenta el endeudamiento del sector privado, y crecen el déficit del sector público y el desequilibrio externo de la economía. La reversión de los flujos externos de capital como reacción de los mercados internacionales a las crisis rusa y asiática es el detonante de una profunda crisis. En un período

de dos años, entre 1997 y 1999, el sector privado colombiano pasa de recibir préstamos positivos por un equivalente a casi 7 puntos del PIB a tener préstamos negativos por 1% del PIB.

El sistema financiero, con una cartera deteriorada, rentabilidad negativa y serios problemas de insolencia, profundiza así el efecto recesivo del choque externo sobre el sector privado y emprende un proceso de ajuste a partir de bases muy débiles. Encuentra un sector privado endeudado, sin ahorro para sostener su patrimonio y alta aversión al riesgo, y una economía que había retrocedido en términos de profundización financiera y que registraba tasas de inversión similares a las de comienzos de la década. Bajo estas condiciones, aún vigentes, el ajuste necesariamente tiene, tal como se mostró en este documento, un sesgo anti-préstamos y pocos incentivos a la capitalización por parte de los accionistas de las entidades financieras.

Dentro de dicho escenario, la pregunta acerca de si la poca dinámica del crédito es un problema de demanda o de oferta, si bien importante para pro-

pósitos analíticos y de política, deja significativos elementos por fuera. La reactivación del crédito depende de los resultados y el tiempo que tome el proceso de reconstitución de balances y la reactivación de sus flujos de ingresos en que se encuentran empeñados los distintos agentes de la economía. Sin embargo, estos esfuerzos permanecen hundidos en una cadena de círculos viciosos difícil de romper mientras no se superen las condiciones que mantienen tan bajos los niveles de ahorro y de profundización financiera o se den otras, en buena medida exógenas, que propicien un flujo importante de capital externo al país<sup>30</sup>.

El interrogante que queda flotando es si este ajuste implica también la búsqueda de un nuevo equilibrio de largo plazo del sistema financiero frente a la realidad de un sector privado y una economía que se parecen más, por su tamaño y su capacidad de movilización de recursos, a lo que había antes de las reformas de comienzos de la década pasada. ¿Hasta dónde este ajuste es la involución del sistema luego de la hipertrofia que generó la burbuja de los años 90?<sup>31</sup>.

---

<sup>30</sup> Complementariamente, el Gobierno puede ayudar a acelerar el proceso de ajuste mediante programas que incentiven y promuevan la reestructuración de empresas productivas y entidades financieras.

---

<sup>31</sup> Con esta pregunta no se quiere desconocer el importante avance que ha habido en los últimos años en el país en el desarrollo de un incipiente mercado de capitales gracias al surgimiento de un mercado de deuda pública, fondos de pensiones y cesantías y algunos casos aislados de emisión de bonos privados.

## BIBLIOGRAFÍA

- Aglietta, M. (1993), "Crises et cycles financiers: une approche comparative", Document de travail Cepremap, No. 93-05.
- Aghion, P.; Bacchetta P.; Banerjee, A. (1999), "Capital Flows, Output Volatility and Financial Crises in Emerging Markets", Mimeo presentado en el *Workshop on the Global Financial Crisis*.
- \_\_\_\_\_(2000a), "Capital Markets and the Instability of Open Economies", Mimeo.
- \_\_\_\_\_(2000b), "Currency Crisis and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints", NBER.
- \_\_\_\_\_(2001), "A Corporate Balance-Sheet Approach to Currency Crises", NBER.
- Aizenman, J. (2002), "Financial Opening: Evidence and Policy Options", *World Bank*, WP-8900.
- Arias, Andrés (2001), "Banking Productivity and Economic Fluctuations. Colombia: 1998-2000" Borradores de Economía No. 192, *Banco de la República*, Bogotá.
- Arias, A.; Carrasquilla, A.; Galindo, A. (1999), "Credit crunch: A liquidity channel", *Banco de la República*, Mimeo.
- Arbeláez, M. A.; Echavarría, J. J. (2001), "Crédito, liberalización financiera e inversión en el sector manufacturero colombiano", *Coyuntura Económica*, Vol. XXXI No. 3-4, Fedesarrollo, Bogotá.
- Barajas A.; Steiner R. (2002), "Credit stagnation in Latin America" *IMF Working Paper*, WP/02/53.
- Barajas A.; López E.; Oliveros, H. (2001), "¿Por qué en Colombia el crédito al sector privado es tan reducido?" Borradores de Economía No.185, *Banco de la República*, Bogotá.
- Bernanke, B. S. (1993), "Credit in the Macroeconomy", *Quarterly Review*, Vol. 18, Federal Reserve Bank of New York, Spring, pp. 50-70.
- Bernanke B.; Gertler M.; Gilchrist, S. (1999), "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", en John Taylor y M. Woodford (eds.) *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1C, Elsevier.
- Blinder, A. S. (1987), "Credit Rationing and Effective Supply Failures", *The Economic Journal*, No. 97, pp. 327-352.
- Caballero, R. (2001), "Macroeconomic Volatility in Reformed Latin America. Diagnosis and Policy Proposals", *Interamerican Development Bank*, Washington, D. C.
- Calvo, G. (2001), "Economic Policy in Stormy Waters: Financial Vulnerability in Emerging Economies" *Journal of Applied Economics*, Vol. IV, No. 4.
- Calvo G.; Izquierdo, A.; Talvi, E. (2002), "Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability", *IADB*, Mimeo.
- Carrasquilla, A.; Galindo, A.; Vásquez, D. (2000), "El gran apretón crediticio en Colombia: una interpretación", *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo, marzo, Bogotá.
- Chevallier-Farat, Thérèse (1992), "¿Pourquoi les banques?", *Revue de Economie Politique*, 102,5, septembre-octobre, Traducido en la revista *Banca y Finanzas*, Asobancaria, No.41.
- Clavijo, S. (2000), "Hacia la multibanca en Colombia: retos y rezagos financieros", Borradores de Economía, No.150, *Banco de la República*.
- De la Torre, J.; Gasha; Leipziger, D. (2002), "Behind Credit Fluctuations in Latin America: Old and New Suspects", *World Bank*, Mimeo.
- Demirgüç-Kunt A.; Maksimovic, V. (2001), "Firm as Financial Intermediaries: Evidence from Trade Credit Date", Working Paper No.2696, *World Bank*.
- Dornbusch, R. (2001), "A Primer on Emerging Market Crises", *NBER*, Working Paper, No. 8326.
- Echeverry, Juan Carlos; Salazar, N. (1999), "¿Hay un estancamiento en la oferta de crédito?", Archivos de Macroeconomía, Documento No.118, *Departamento Nacional de Planeación*, Bogotá.
- Fama, E. (1980), "Banking in the theory of finance", *Journal of Monetary Economics*, 6 (1), pp.39-57.
- Freixas, X.; Rochet, J. C. (1997), *Economía Bancaria*, Ed. Antoni Bosch.
- Furman, J.; Stiglitz J. (1998), "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia", *Brookings Papers on Economic Activity*, No.2.
- Gourinchas, P. O.; Valdés, R.; Landerretche, O. (2000), "Lending Booms: Some Stylized Facts", Mimeo.
- Greenwald, B.; Stiglitz, J. E. (1987), "Keynesian, New Keynesian and New Classical Economics", *Oxford Economic Papers*, (59) pp. 119-132.
- Hernández L.; Landerretche, O. (2000), "Afluencias de capital, booms de crédito y vulnerabilidad macroeconómica: ex-



- perencia de diversos países", *Monetaria*, Cemla, Vol. XXIII, No. 1, enero-marzo.
- Julio, J. M. (2001), "Relación entre la tasa de intervención del Banco de la República y las tasas de mercado: Una exploración empírica", Borradores de Economía No. 188, *Banco de la República*, Bogotá.
- Kahn, George A. (2001), "Global Economic Integration: Opportunities and Challenges-A Summary of the Bank's 2000 Economic Symposium", *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Kaminsky, Graciela; Lizondo, Saul; Reinhart, Carmen (1998), "Leading Indicators of Currency Crises", *IMF, Staff Papers*, 45(1), pp. 1-48.
- Krugman, P. (1999), "Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises" en P. Isard, A. Razin y A. K. Rose (eds.), *International Finance and Financial Crises -Essays in Honor of Robert Flood*, Kluwer Academic Publisher and International Monetary Fund.
- \_\_\_\_\_(2001), "Crises: The Price of Globalization", *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- López, E. (1997), "Los aspectos financieros de las fluctuaciones económicas", *Revista Banca y Finanzas*, No. 43, Asociación Bancaria, Bogotá.
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an unstable economy*. Yale University Press.
- Mishkin, F. (2000), "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", Mimeo, *NBER*.
- Modigliani, F.; Miller, M. (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment" *American Economic Review*, June.
- Pereira da Silva, Luiz A. (2001), "Alternative Interpretations of the 1997-1998 East Asian Crises", Conferencia sobre crisis financieras y respuestas de política, Fedesarrollo, Banco Mundial, CAF, Fogafín, Banco de la República. Mayo 17-18, 2001.
- Revista del Banco de la República (2001), "Nota editorial", No.890, Bogotá.
- Schneider M.; Tornell, A. (2000), "Balance Sheets Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises", *NBER, Working Paper*, No. 8060.
- Stiglitz, J. (1999), "What have we learned from the recent crises: implications for banking regulation", Mimeo.
- \_\_\_\_\_(2001), "Principles of Financial Regulation: A Dynamic Portfolio Approach", *The World Bank Research Review*, Vol. 16, No. 1, pp. 1-18.
- Stolz, S. (2001), "The Relationship between Bank Capital, Risk-Taking, and Capital Regulation: A Review of the Literature", *Kiel Institute for World Economics*, Mimeo.
- Tenjo, Fernando (2001), "Stiglitz, sus aportes y la economía colombiana", *Carta Financiera*, No. 120, ANIF, Bogotá, pp.78-84.
- Tornell, Aaron (2001), Financial Liberalization, Bailout Guarantees and Growth, *NBER*.
- Uribe J. D. (1995), "Flujos de capital en Colombia: 1978-1994", Borradores de Economía, No.25, *Banco de la República*, Bogotá.
- \_\_\_\_\_; Vargas, H. (2002), "Financial Reform, Crisis and Consolidation in Colombia", Borradores de Economía, No. 204, *Banco de la República*, Bogotá.
- Villar L.; Rincón, H. (2000), "The Colombian Economy in the Nineties: Capital Flows and Foreign Exchange Regimes", Borradores de Economía, No. 149, *Banco de la República*, Bogotá.
- Zuleta, H. (1997), "Una visión general del sistema financiero colombiano", Borradores de Economía, No. 71, *Banco de la República*, Bogotá.

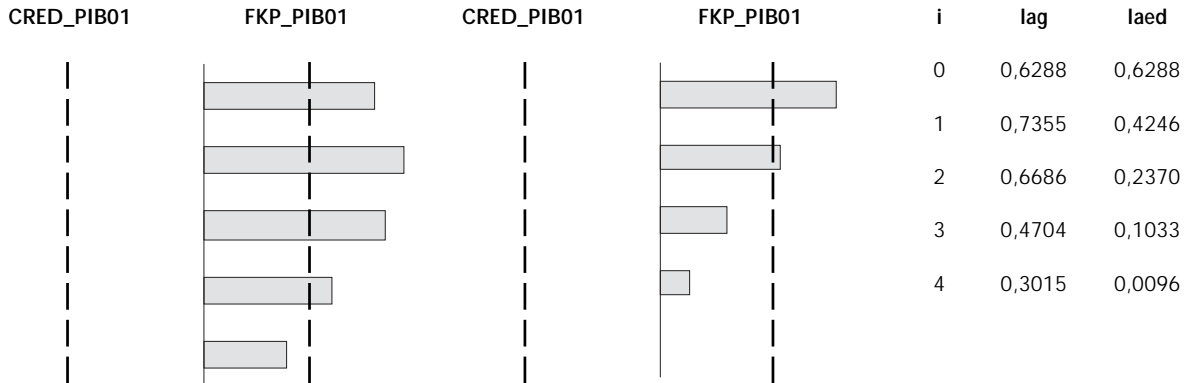
## Anexo 1

### CORRELACIÓN CRUZADA ENTRE EL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO Y LOS FLUJOS DE CAPITAL (Como proporción del PIB)

Período: 1970-1999

Observaciones incluidas: 30

Las correlaciones  $i$  son aproximaciones consistentes axistomáticamente



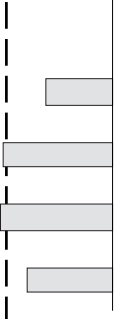


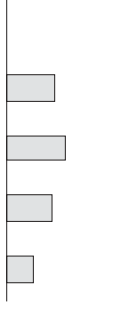
















## Anexo 2

### CORRELACIÓN CRUZADA ENTRE LA BRECHA, EL PIB CORRIENTE Y EL PIB POTENCIAL Y EL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO (Como proporción del PIB)

Período: 1970-1999

Observaciones incluidas: 30

Las correlaciones  $i$  son aproximaciones consistentes axistomáticamente

BRECHAPIB	CRED_PIB0	BRECHAPIB	CRED_PIB0	$i$	lag	laed
				0	-0,0009	-0,0009
				1	-0,2227	0,2052
				2	-0,3702	0,2531
				3	-0,3742	0,1928
				4	-0,2847	0,1151