LIBERACION FINANCIERA Y APERTURA ECONOMICA: la experiencia colombiana*

I. Introducción: la liberación financiera en el desarrollo económico

A) Los fundamentos y retos de la liberación financiera

Son ampliamente conocidos los fundamentos teóricos que sustentan la conveniencia de facilitar la evolución de los sistemas financieros hacia un esquema más abierto, competitivo y eficiente. Desde los primeros trabajos de McKinnon y Shaw¹, hace ya casi veinte años, se han discutido las ventajas en cuanto a profundización y eficiencia que resultan de remover elementos de "represión financiera" tales como los controles a las tasas de interés, los sistemas de crédito dirigido y subsidiado, la elevada tributación del sistema financiero a través de encajes e inversiones forzosas y la inhibición a la competencia en los mercados financieros.

Aunque estos principios básicos ya se aceptan hoy de manera generalizada, se ha visto también que los procesos de liberación son bastante difíciles de poner en práctica. Por una parte, la experiencia internacional ha mostrado, dolorosamente, que las ventajas de la liberación no se logran de manera sencilla ni automática, y que la secuencia de las reformas es casi tan importante como las reformas mismas. Por otra parte, la liberación del sistema financiero debe enmarcarse dentro de un proceso más general de apertura económica, la cual necesariamente incluirá una mayor injerencia de los mercados internacionales. Bajo esta perspectiva, el papel de la política económica varía radicalmente, así como las posibilidades reales de intervenir efectivamente en los procesos económicos.

En las páginas siguientes se realizará una discusión de las experiencias internacionales y cómo han mostrado la importancia de tener una secuencia adecuada de la liberación financiera, y luego se hará una descripción de los logros obtenidos en Colombia con su proceso de liberación, así como los retos surgidos en el último año, en la realización de política económica dentro de un contexto de mayor apertura externa.

B) Experiencia de liberación financiera

1. En el contexto mundial

Durante las últimas dos décadas ha ocurrido un número importante de experiencias de liberación parcial o completa del sistema financiero, algunas emprendidas precisamente a raíz de los desarrollos teóricos descritos en la sección anterior. Sobresalen aquellas adelantadas a partir de los años sesenta en el continente asiático, las reformas financieras llevadas a cabo en el sur del continente americano comenzando a finales de la década de los setenta, las políticas de liberación financiera recientes entre varios países africanos y el caso colombiano del cual nos ocuparemos más adelante.

La experiencia asiática fue bastante positiva en tanto permitió una profundización financiera considera-

* Documento presentado por el doctor Francisco J. Ortega, Gerente General del Banco de la República, en la XXIX Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano. San Salvador, El Salvador, 4 y 5 de mayo de 1992.

¹ McKinnon, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: The Brookings Institution, y Shaw, E. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.

ble² entre 1960 y 1985 dentro de un proceso macroeconómico de estabilidad y crecimiento económico sostenido. Esto sin llegar a una liberación completa de su sistema financiero. Por ejemplo, durante la mayoría del período, tanto Japón como Taiwán tuvieron tasas de interés controladas, aunque tanto las tasas pasivas como las activas fueron ajustadas paulatinamente hasta llegar a niveles reales significativos y aún mayores que los observados internacionalmente. Por otra parte, se mantuvo una regulación apreciable del campo de acción de los intermediarios financieros y no se abolieron del todo los mecanismos de crédito dirigido.

El éxito asiático estuvo en el logro de una contribución significativa del sistema financiero a un proceso de rápido crecimiento económico, a través de una movilización cuantiosa y eficiente de recursos de ahorro.

Dicha experiencia contrasta notablemente con la ocurrida en suramérica, donde los programas de liberación fueron mucho más ambiciosos y las reformas más acentuadas. En Chile, por ejemplo, una abolición total e inmediata a los controles a ambos tipos de tasas de interés llevó a la elevación inusitada en la tasa de interés de los créditos bancarios (llegando a 42.2% en términos reales en 1978³) lo cual fue un factor clave en el surgimiento de una situación explosiva de incumplimientos en los créditos domésticos y en una expansión enorme en el endeudamiento externo. Finalmente se produjo un colapso del sistema financiero doméstico que condujo a la nacionalización de los bancos chilenos entre 1982 y 1983.

Algunos países africanos se han embarcado desde 1986 en procesos de liberación de sus sistemas financieros, los cuales han comprendido una eliminación de las restricciones operantes sobre sus tasas activas y pasivas⁴, con lo cual se han logrado aumentos significativos (aunque no explosivos, como en el caso chileno) en las tasas reales. Se ha llegado a un desarrollo incipiente de los mercados financieros con estas medidas, aunque se ve que factores tales como la estructura poco competitiva de los mercados financieros y la permanencia de expectativas inflacionarias constituyen un impedimento importante para un desarrollo financiero más acelerado.

2. En Colombia

A través de los últimos veinte años Colombia ha realizado una serie de reformas conducentes a liberalizar su sistema financiero, intentando con ello lograr una mayor ingerencia de las fuerzas de mercado en la captación y asignación de recursos de ahorro. A continuación se mostrará cómo la experiencia colombiana ha tenido logros importantes en materia de liberación, aunque algunas coyunturas particularmente difíciles han forzado interrupciones en el proceso.

El proceso de liberación comenzó a principios de los años setenta, cuando se introdujeron cambios que lograron elevar a niveles reales positivos las tasas de interés tanto pasivas como activas, y se crearon unos intermediarios especializados en la financiación de las actividades de construcción. Se sustituyeron asignaciones obligatorias para las operaciones de préstamos de los intermediarios por un sistema de redescuento a través de fondos financieros en el Banco Central, sistema que se financiaba con inversiones forzosas de las entidades bancarias. En esta primera etapa, el sistema de redescuento era el mayor actor en la financiación de más largo plazo⁵.

² El grado de profundización financiera mide la ingerencia del sistema financiero dentro de la economía. Una medida corriente es la relación de M3 al PNB (o PIB). Dos ejemplos son bastante ilustrativos. Para Japón la relación M3/PNB aumentó de 74% en 1960 a 139% en 1980 y luego a 160% en 1985. Para Taiwán esta relación creció de 17% en 1960 a 75% en 1980 y 126% en 1985. Véase Ronald I. McKinnon (1991). *The Order of Economic Liberalization. Financial Control in the Transition to a Market Economy*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press.

³ Esta es la tasa real ex-post, o sea la que resulta de utilizar el crecimiento observado en el nivel de precios (en vez de las expectativas correspondientes) como deflactor de la tasa nominal. El dato fue obtenido de McKinnon (1991) et al.

⁴ En algunos casos, también se removieron los límites superiores impuestos a los montos de crédito. La descripción del caso africano sigue el estudio de Turtelboom (1991). *Interest Rate Liberalization: Some Lessons from Africa* (WP/91/121). International Monetary Fund.

⁵ Véase Carrasquilla, A. y Echeverry, J.C. (1991). *Implicaciones Macroeconómicas de la Reforma Financiera (Ley 45 de 1990)*. Banco de la República, Bogotá. Mimeo.

A mediados de los años setenta se llevaron a cabo reformas adicionales que liberaron la tasa activa de interés y produjeron una mayor homogenización de las diferentes tasas pasivas operantes en el mercado, y se efectuaron algunas operaciones de mercado abierto (OMA). Sin embargo, la liberación financiera se vio interrumpida hacia finales de la década con la puesta en operación de una política de estabilización que intentaba esterilizar los flujos de divisas sin precedentes en el país que resultaban de un auge en las exportaciones de café. El control monetario recayó en forma sustancial sobre el sistema financiero a través de una elevación marcada en los encajes requeridos, lo cual tuvo consecuencias negativas sobre la eficacia de la política monetaria y el desarrollo financiero ⁶.

Durante la primera mitad de los años ochenta el sistema financiero colombiano sufrió una crisis en la cual la rentabilidad y solvencia del conjunto se vieron gravemente deteriorados, al tiempo que numerosas entidades bancarias individuales se encontraron en situaciones que requirieron de la intervención estatal para su rescate. La recesión macroeconómica se conjugó con una debilidad estructural del sistema que lo hacía particularmente vulnerable ⁷. Es posible que las excesivas cargas impuestas al sector financiero como parte del programa de estabilización hayan contribuido a dicha situación.

Siguió un período de ajuste macroeconómico durante la segunda mitad de la década pasada, en el cual se tomaron medidas decisivas en materia cambiaria y fiscal. En lo concerniente a la crisis del sector financiero, se intervinieron y/o nacionalizaron las entidades que se hallaban en las peores condiciones, se crearon mecanismos para incentivar una mayor capitalización en el sector, al tiempo que en casos extremos el estado efectuó una inyección importante de recursos de capitalización. Se creó en 1985 el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (FOGAFIN), institución pública que colaboró en el rescate, recuperación y, en algunos casos, la liquidación de las entidades en dificultades.

Tal como se verá más adelante en la parte II, a finales de la década de los ochenta se inició en Colombia una fase de aceleración en el proceso de

liberación financiera que, además, ocurrió dentro del contexto de una apertura económica general. En consecuencia, se crearon unas interrelaciones muy importantes entre los dos procesos, las cuales serán tratadas en la sección final.

El estudio de los casos internacionales de liberación permite llegar a dos tipos de conclusiones acerca del manejo de este tipo de reformas. Por una parte, se encuentran algunos rasgos comunes de los cuales se pueden deducir condiciones iniciales necesarias para tener una reforma exitosa. Este tema será tratado en la siguiente sección. Por otra parte, también se encuentra que existe un grado apreciable de diversidad en los posibles caminos que puede tomar el proceso de liberación. Este será el objeto del análisis de la sección final de esta parte introductoria del documento.

C) Lecciones comunes: el orden apropiado de la liberación

Aunque las experiencias han sido diversas, hay rasgos en común que han permitido llegar a conclusiones útiles sobre la manera de lograr una liberación exitosa. Se ha llegado al reconocimiento de que deben lograrse unas precondiciones claves sin las cuales será preferible mantener transitoriamente algún grado de control y/o represión financiera ⁸. A continuación se hará una descripción breve de estas acciones que deben perseguirse previamente a las reformas financieras ⁹.

⁶ Véase Grupo de Estudios, Departamento de Investigaciones Económicas (1980). Controles Monetarios y Distorsiones Estadísticas. *Revista del Banco de la República*, noviembre.

⁷ Véase Montenegro, A. La Crisis del Sistema Financiero Colombiano. *Ensayos sobre Política Económica*. No. 4, diciembre, 1983.

⁸ Véase McKinnon (1991).

⁹ Aquí se resumen los factores más importantes que aparecen en: Turtelboom (1991); McKinnon (1991); Banco Mundial (1989). *Hacia Sistemas Financieros más Libres y Abiertos*. En *Informe sobre el Desarrollo Mundial*. Washington, D.C.: The World Bank; Villanueva y Mirakbör (1990). *Strategies for Financial Reforms. Interest Rate Policies, Stabilization, and Bank Supervision in Developing Countries*. *Staff Papers*, 37 (3 (September)); Cho, Y. J. (1986). Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning Equity Markets. *Journal of Money, Credit, and Banking*, (May); Díaz-Alejandro, C. (1985). Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash. *Journal of Development Economics*, 19 (112 (September-October)); Gautier, Jacques (1990) y Johnston, R. B. (1990) en Downes, Patrick & Vaez-Zadeh, Reza (editores). *The Evolving Role of Central Banks*. Washington D.C.: The International Monetary Fund.

1. Estabilización macroeconómica

La reducción y estabilización de la inflación son indispensables para poder liberar exitosamente las tasas de interés de los depósitos y los créditos. Se evita así que los incrementos en las tasas reales se logren a través de tasas nominales extremadamente altas e impredecibles, las cuales tienen efectos adversos sobre la profundización financiera y el riesgo crediticio.

2. Control y supervisión adecuadas

En las etapas iniciales de la liberación financiera es crucial tener una supervisión adecuada de las entidades financieras para proteger al sistema de la tendencia de los intermediarios a entrar en situaciones de riesgo excesivo¹⁰, y para proteger a las instituciones contra la elevación inicial en sus costos de captación de recursos, frente a unos ingresos financieros que tardan en ajustarse hacia arriba.

3. Competencia y eficiencia

Es necesario disminuir las barreras de entrada y salida del mercado financiero, facilitando así una mayor competencia y eficiencia de las entidades, para eliminar las distorsiones producidas por la estructura oligopólica observada en numerosos casos de países en desarrollo. En particular, la apertura del sistema a la inversión extranjera puede constituir un complemento importante a los esfuerzos de lograr una mayor competencia a nivel interno. Así mismo, debe perseguirse el rompimiento de aquellos vínculos que puedan existir entre los monopolios financieros con los industriales a través de "grupos"¹¹.

4. Desarrollo del mercado de capitales

Las economías de los países en desarrollo generalmente carecen de un mercado de capitales desarrollado, lo que dificulta la operación eficiente de la intermediación financiera, al no atender de manera adecuada la financiación de inversiones y actividades de mayor riesgo y de más largo plazo, necesarias para apoyar una tasa de crecimiento económico superior¹².

D) Lecciones sobre la diversidad de las experiencias

Tanto el grado como la velocidad de liberación emprendida, así como la estructura final hacia la cual debe apuntar el proceso de reformas, exhiben una variabilidad considerable entre países. Las experiencias asiáticas y las más recientes en Colombia y en el continente africano permiten ver que dicha estructura corresponderá necesariamente a la situación y necesidades específicas de la economía en cuestión. Es así como las experiencias exitosas, aun cuando poseen rasgos fundamentales en común, también muestran unos contrastes marcados en el grado de libertad de las tasas de interés, el tipo de instituciones participantes en el mercado y en las reformas introducidas en el mercado de capitales. No existe un modelo único y definitivo que pueda aplicarse a todos los países y en todo momento.

En particular, el caso japonés ha mostrado que los mecanismos de crédito dirigido y de entidades de crédito especializadas pueden seguir siendo valiosos como medio tanto para alcanzar aquellos sectores ignorados por un sistema financiero en proceso de desarrollo, como para aprovechar economías que pueden resultar del conocimiento específico que se tiene de ciertas actividades productivas. Sin embargo, la experiencia también muestra que se debe procurar en lo posible eliminar el elemento de subsidio que se tiene en la asignación de crédito especializado, haciendo que las tasas de interés cobradas se acerquen a niveles de equilibrio de mercado, o al menos a niveles positivos en términos reales.

¹⁰ Este es el problema de "moral hazard" o peligro moral discutido ampliamente por McKinnon (1991) y Villanueva y Mirakhor (1990).

¹¹ Estas relaciones han sido citadas por McKinnon (1991) como un factor determinante en la crisis financiera chilena.

¹² Véase Cho (1986) para el desarrollo teórico de estos argumentos.

II. Fase de aceleración de la liberación financiera en Colombia

El proceso de recuperación del sistema se ha visto fortalecido por una serie de medidas aplicadas en los últimos años, que van en el sentido de dar un impulso adicional al proceso de liberación iniciada a principios de los años setenta. En esta parte del trabajo se describirá el conjunto de medidas que conforman este esfuerzo, así como algunas decisiones complementarias a la liberación financiera propiamente. Finalmente, se hará una evaluación de la situación presente del sector, y se darán indicaciones acerca de cuál deberá ser su desarrollo en los años venideros.

A) Supresión de las inversiones forzosas

El grado de tributación del sector financiero se ha reducido de manera decisiva con la eliminación reciente de las dos inversiones forzosas más importantes en el sistema: aquellas destinadas a la financiación de las actividades agropecuarias y de construcción, respectivamente. Estas, históricamente, habían constituido un obstáculo importante a un desarrollo más rápido de la intermediación financiera, al ejercer una presión sobre la brecha entre tasas de interés activas y pasivas. Entre 1980 y 1990 representaron en promedio el 12.4% de las colocaciones totales del sistema bancario.

B) Desmonte de los fondos financieros

A la par con la supresión de las inversiones forzosas, se desmontaron los fondos financieros en el Banco Central, los cuales estaban encargados de administrar y ejecutar el sistema de redescuento y crédito dirigido. A través de éste, se tenía el propósito de canalizar recursos financieros a bajo costo hacia sectores productivos, los cuales se presumía que el sistema financiero no estaba en capacidad de atender por sí sólo. Adicionalmente, uno de estos fondos —el agropecuario— se separó completamente del Banco Central y se cambió su orientación. Ello implica, por una parte, que su financiación se logre a tasas más cercanas a los niveles de mercado, y por otra, que se vaya reduciendo sustancialmente el componente de subsidio contenido en los créditos respectivos.

Estas acciones resultan en gran medida del reconocimiento de que el sistema financiero colombiano ha logrado un desarrollo tal que ya es capaz de otorgar préstamos de más largo plazo, y por ende se hace cada vez menos necesaria la presencia directa del Estado en la orientación de los recursos financieros.

C) Cambios en la estructura institucional del sistema financiero

En 1990, con la Ley de Reforma Financiera, se tomó una acción de fundamental importancia para cambiar la estructura del sistema financiero. Por una parte, se facilitó enormemente la competencia al interior del sistema a través de una mayor libertad de entrada y salida de firmas en el mercado. En particular, se han removido obstáculos considerables para la inversión extranjera en el sector financiero; ésta se ha visto favorecida con la promulgación del nuevo estatuto de inversiones extranjeras, el cual las coloca en igualdad de condiciones con la doméstica y autoriza su participación hasta el 100%. La experiencia internacional ha mostrado cómo la entrada de capitales extranjeros al sector financiero puede llegar a ser un factor bastante positivo en el grado de competencia del mercado¹³.

Por otra parte, la Ley de Reforma Financiera avanzó de manera apreciable en la reducción del grado de segmentación del mercado financiero, particularmente en lo que concierne a las actividades de colocación de los intermediarios. Se eliminaron restricciones importantes a los plazos y a las actividades en las que los distintos tipos de intermediarios pueden legalmente participar. Con esta acción se posibilita una mayor competencia de las distintas actividades productivas por los recursos prestables del sistema, y por ende, una mayor eficiencia en la asignación de estos recursos.

¹³ Véase Kang Rae Cho (1991) Foreign Banking Presence and Banking Market Concentration: The Case of Indonesia. *Journal of Development Studies*. Vol. 27, No. 2, October.

Una acción de gran importancia para el desarrollo del proceso de liberación financiera ha sido el fortalecimiento del control monetario a través de una mayor autonomía y delimitación de las funciones del Banco de la República, dadas por la nueva Constitución Política del país. El Banco de la República ya ha dejado atrás su papel de ente "promotor" de la economía con intervención directa en la asignación de recursos (a través de sistemas de crédito dirigido), y ahora se puede centrar en la tarea crucial del diseño y ejecución de las políticas monetaria y cambiaria, permitiendo un mayor juego de las fuerzas de mercado para la eficiente asignación de los recursos financieros. Logra una mayor autonomía en este papel, al unificar las tareas de diseño y ejecución de la política, las cuales estuvieron anteriormente a cargo de dos instituciones separadas: la Junta Monetaria y el Banco de la República, respectivamente. En particular, la Junta Monetaria estuvo frecuentemente sujeta a variaciones propias de la intervención del Gobierno en sus decisiones. La resultante estabilidad que se hace posible en el diseño al trasladar esta función a la Junta Directiva misma del Emisor sin duda facilitará de manera importante el éxito del Banco de la República en el control de la inflación. El Señor Presidente resume en las siguientes líneas la filosofía de la reforma al Banco Central:

"Actualmente es imperioso volver a una estructura del Banco de la República en la cual la emisión monetaria esté drásticamente restringida y las funciones de política monetaria se ejerzan con independencia y guiadas por el único objetivo de lograr una estricta estabilidad de precios. A este propósito apunta la propuesta del Gobierno en el Proyecto de Reforma Constitucional, donde se consagra al Banco de la República como Banco Central, y se le dota de un régimen legal propio y de suficiente autonomía, para que su Junta Directiva tome la responsabilidad de ejecutar la política monetaria adecuada a los rigurosos propósitos de estabilidad"¹⁴.

D) Algunas medidas complementarias a la aceleración de la liberación

Además de las medidas propias de liberación financiera, se han tomado otras complementarias que sustentan este proceso al mejorar las condiciones bajo las cuales operan las instituciones financieras. Un campo de acción está representado por medidas que se han dirigido hacia el desarrollo del mercado de capitales. Primero, el programa de ajuste macroeconómico llevado a cabo a mediados de la pasada década incluyó una Reforma Tributaria, del cual uno de sus resultados principales fue la eliminación de la doble tributación, que había constituido un obstáculo considerable a las posibilidades de financiación de las empresas productivas a través de la emisión de acciones. Segundo, la Reforma Laboral de 1990 estableció el traslado de la administración de las cesantías de los empleados a fondos privados. Estas entidades han captado una cantidad apreciable de recursos, y se encuentran en condiciones muy favorables para participar activamente en inversiones del mercado de capitales. Por otra parte, a través de la emisión de Bonos del Estado como instrumento de conversión de deuda externa, se han introducido papeles bastante atractivos para el público, lo cual ha resultado en una participación creciente en el mercado de capitales.

Otro campo de acción complementario a las medidas de liberación ha sido el de mejorar el esquema de supervisión y control de las entidades. En 1989 se puso en práctica una redefinición de los requerimientos de capital mínimo que debían guardar los intermediarios financieros. Se pasó de una definición basada en los pasivos a una que tuviera en cuenta el grado de riesgo de los distintos tipos de colocaciones, dándose así una protección importante a la solvencia de las entidades financieras a mediano plazo¹⁵.

¹⁴ Palabras del Señor Presidente de la República, César Gaviria Trujillo, en la ceremonia de entrega de publicaciones del Banco de la República, Bogotá, marzo 20 de 1991.

¹⁵ Véase al respecto Notas Editoriales: Capitalización del sistema financiero. Análisis de las nuevas disposiciones de la Junta Monetaria. *Revista del Banco de la República*. Enero de 1990.

E) La situación actual del proceso y desarrollos necesarios hacia el futuro

A lo largo de los últimos veinte años ha ocurrido un desarrollo de consideración en el sistema financiero colombiano. Las entidades financieras hoy son más sólidas y desempeñan un papel mucho más activo en la movilización de recursos de ahorro en la economía, en comparación con la situación al principio de la década de los setenta. Esto, aún con un proceso de liberación que fue hasta hace poco bastante gradual por una parte, y con interrupciones muy importantes como resultado de factores coyunturales prioritarios, por otra parte. A través de una medida sencilla de profundización financiera —la relación entre M3 y el PIB— se puede observar el progreso sustancial que ha tenido la importancia del sistema financiero dentro de la actividad económica; este índice se duplicó entre 1970 y 1990, pasando del 17% al 34%. Sin embargo, la observación de esta variable también demuestra que aún hay mucho terreno por abarcar; para países con reformas exitosas se ha llegado a tener niveles superiores al 100%.

Surgen dos áreas en las cuales el sistema financiero colombiano aún presenta un rezago importante respecto a lo deseable desde el punto de vista de desarrollo financiero. Primero, aún es muy alto el grado de participación del Gobierno en la propiedad de las instituciones financieras. En 1990, las entidades oficiales poseían el 57.5% de los activos en el sector bancario, y el 43.6% de los activos del total del sector financiero¹⁶. Segundo, se ha hecho mención en repetidas ocasiones acerca de la excesiva magnitud de los costos operacionales en el sistema financiero colombiano. En particular, las entidades bancarias mostraron gastos operacionales que representaban el 4.8% de sus activos totales en 1990.

Con respecto a la alta presencia del Estado en el sistema, el año pasado se inició un proceso de privatización de entidades intervenidas a raíz de la crisis, de manera consistente con el proceso inicial de rescate¹⁷. Esto fue posible gracias a una efectiva recuperación de estas instituciones en los últimos años, tanto en la calidad de su cartera como en sus niveles de utilidades. Se programó en 1991 la venta

al sector privado de cinco bancos comerciales y una compañía de financiamiento comercial¹⁸, luego de que logran ya sea un saneamiento completo o la presentación de un programa viable de recuperación¹⁹. Se buscó un esquema de venta que fuera público, transparente y competitivo, y evitar en lo posible los problemas financieros que habían dado lugar a la oficialización a raíz de la crisis de la década anterior. Tres de los bancos oficializados ya han sido devueltos al sector privado mediante ofertas públicas, y se tiene proyectada la venta del más grande para fines del presente año. Aunque fue necesario realizar una capitalización adicional en dos de los tres bancos, debido a las nuevas normas sobre capital mínimo fijadas por la reforma financiera, en todos los casos se logró vender a precios favorables y además, se ha podido realizar una entrada importante de inversión extranjera al sector²⁰.

En cuanto a los altos niveles de costo operacionales, tanto las medidas encaminadas a abrir el mercado a actores nuevos, como aquellas dirigidas a reducir la segmentación y especialización en las colocaciones necesariamente producirán una mayor competencia al interior del sistema. Esta sin duda redundará en una mayor eficiencia operativa, además de una mejora en la asignación de recursos.

¹⁶ Esto es sin incluir los bancos de propiedad mixta, los cuales poseen el 9.9% de los activos bancarios y el 5.6% de los activos totales del sistema.

¹⁷ La ley 117 de 1985 que creó el FOGAFIN había definido explícitamente el carácter transitorio de la participación de esta entidad en el capital de las entidades e inclusive, estableció la obligación legal de vender de nuevo al sector privado las instituciones oficializadas. Véase Montoya Alvarez, Leonor (1990). Privatización de las Instituciones Financieras Nacionalizadas y Oficializadas. *Debates de Coyuntura Económica*. Número 17, junio de 1990.

¹⁸ Los bancos son: el Banco de Colombia, del Comercio, del Estado, de los Trabajadores y el Tequendama. Las compañías de financiamiento comercial en Colombia son instituciones financieras que captan recursos de depósitos de mediano plazo y prestan primordialmente para actividades comerciales. La entidad de este tipo que fue oficializada y será devuelta al público es la Compañía de Financiamiento Comercial Pronta.

¹⁹ Véase Montoya Alvarez, Leonor (1988). Comentarios. *Banca y Finanzas*. Abril de 1988.

²⁰ Véase también Rafael Vesga (1991). Bancos en venta al fin. *Estrategia Económica y Financiera*. Octubre, 1991.

III. La liberación financiera en el contexto de la liberación global de la economía

El país ha adoptado desde 1990 una política de entrar activamente en un proceso global de apertura y liberación de su economía, con el propósito de situarse en una senda de mayor crecimiento y desarrollo de largo plazo. Además de las reformas en el sector laboral conducentes a incrementar la movilidad del trabajo, y aquellas tendientes a reducir la participación del Estado en las actividades productivas, se han llevado a cabo transformaciones de fondo en los sectores cambiario y comercial. En 1991, el país efectuó una reforma total al sistema de cambios que había funcionado desde 1967. Se ha querido crear un sistema descentralizado que obedezca más estrechamente a las exigencias de un modelo de desarrollo hacia afuera de la economía colombiana, permitiéndose el libre flujo de divisas. Con el fin de inducir o estimular estos movimientos, se estableció una amnistía para la repatriación de capitales que habían permanecido durante muchos años en el exterior. Las operaciones de compra y venta de divisas se descentralizaron, autorizándose la participación en el mercado cambiario de dos tipos de intermediarios financieros: los bancos y las corporaciones financieras.

El pilar principal de la nueva política es el proceso de apertura comercial que se ha efectuado a través de una desgravación arancelaria y una reducción general a las barreras al comercio internacional.

Estas reformas estructurales han tenido implicaciones importantes para el papel del sector financiero dentro de la economía. Durante los años setenta y gran parte de los ochenta, las reformas al sector financiero se efectuaron al margen de lo que ocurría a nivel macroeconómico y con orientaciones que surgían de las necesidades propias del sector. En el contexto presente esto ya no es posible, ya que surgen unas relaciones cruciales entre la liberación financiera y aquella que se está realizando en los sectores cambiario y comercial. Estas van en ambos sentidos: por una parte, el grado de avance en las reformas al

sector financiero tiene implicaciones sobre el éxito de la apertura y, por otra, el progreso logrado en la vinculación de la economía colombiana a la mundial tendrá a su vez repercusiones sobre el grado de desarrollo financiero que se pueda obtener. A continuación se discutirán estas dos relaciones entre el ámbito financiero y el macroeconómico.

A) La liberación financiera como precondition para la apertura económica

Uno de los objetivos básicos de la apertura es llevar la economía a una situación en que sean primordialmente las fuerzas de mercado las encargadas de dirigir y asignar el movimiento de recursos y de factores productivos. La competencia viene a ser el mecanismo que garantiza que las fuerzas de mercado lleven a resultados más eficientes y de esta manera faciliten un crecimiento económico acelerado y sostenido.

Es de esperarse entonces que una reforma estructural exitosa de la economía resultará en un mayor dinamismo de las actividades productivas y por lo tanto, en una mayor presión por recursos necesarios para realizar las inversiones que resultan más rentables. El sector financiero debe estar en capacidad de atender esta mayor demanda por crédito y en condiciones de expandirse para satisfacer las necesidades de una economía creciente y cambiante. Si las entidades financieras se encuentran reprimidas, altamente segmentadas y poco desarrolladas, se pueden constituir en un obstáculo fundamental para el éxito de la apertura económica. Por lo tanto, este proceso requiere para su éxito, un grado de desarrollo significativo para el sector financiero, que sólo puede lograrse a través de un esfuerzo previo y significativo de liberación.

En el caso colombiano, no ha habido indicios de que el sector financiero sea un impedimento al éxito de las reformas, en cuanto a su capacidad para enfrentar aumentos significativos en la demanda por crédito productivo. El sector ha mostrado un crecimiento y fortalecimiento considerables en los últimos años; entre 1986 y 1990, en promedio el sistema aumentó sus activos en un 3.5% anual en términos reales, y para 1991 tal crecimiento fue del 3.7%. Sobresale el

grado de recuperación de las entidades intervenidas con posterioridad a la crisis financiera de la década pasada, mostrando ya para el año pasado una rentabilidad significativa. Por otra parte, se ha observado que los bancos y corporaciones han respondido de manera muy adecuada a sus nuevas funciones como agentes en las operaciones de cambio del país, en virtud de los cuales también han logrado realizar unas ganancias considerables.

Por ende, los avances de la apertura han contado con menos obstáculos gracias a que se tiene un sector financiero fuerte, en condiciones de hacer frente a las nuevas exigencias del resto de la economía. Sin embargo, la fortaleza misma de las entidades del sector ha facilitado, una vez liberada en gran medida la cuenta de capitales el año pasado, una entrada masiva de divisas al país. Esta, como se verá en la siguiente sección, ha tenido efectos desestabilizadores de suma importancia para el manejo macroeconómico de corto plazo. Por lo tanto, si bien el desarrollo financiero ha implicado beneficios considerables, también ha creado dilemas fundamentales para el proceso de apertura económica.

B) Repercusiones de la liberación global sobre la liberación financiera

Un entorno macroeconómico más sensible a las influencias de los mercados internacionales también puede imponerle exigencias serias al sector financiero. En Colombia se ha observado que una cuenta de capitales más abierta tiene implicaciones sobre los movimientos de capital, la acumulación de reservas y el crecimiento de los medios de pago, lo cual, a su vez, trae repercusiones sobre el proceso de liberación financiera.

Este fenómeno ha sido responsable de que el control a la inflación se haya dificultado en estos años. Ha forzado a las autoridades a utilizar instrumentos tales como la colocación de cantidades masivas de OMA y la elevación marcada en los encajes como medios para moderar el crecimiento de la oferta monetaria. Ciertamente, la acumulación de reservas internacionales ha sido el resultado de flujos de capital especulativo que han respondido en alguna medida a los diferenciales de tasas de interés domésticas frente

a las internacionales, diferenciales que en parte han sido producto de la política monetaria misma. Sin embargo, la experiencia del presente año ha mostrado que aun lográndose reducir sustancialmente los diferenciales sigue habiendo una acumulación de reservas considerable. Por lo tanto, un componente sumamente importante de los flujos de capital parece ser el de repatriación de capitales, como respuesta a la amnistía que las reformas cambiarias han otorgado.

La acumulación de reservas internacionales ha obligado a penalizar al sistema financiero. La elevación de los encajes requeridos ha significado para las entidades financieras una limitación a sus posibilidades de crecimiento, al restringir la expansión de su cartera y al dificultar sus posibilidades de captación de recursos, a través de sus efectos sobre los márgenes de intermediación.

Por lo tanto, la dificultad de lograr una estabilización macroeconómica dentro del contexto de una mayor apertura y libertad de movimiento de capitales, ha impedido la conclusión del proceso y el aprovechamiento de los beneficios provenientes de la aceleración reciente del proceso de liberación financiera. El éxito a mediano plazo del programa de reforma estructural a la economía —tanto dentro del sector financiero como fuera de él— depende del éxito que se tenga en lograr una coordinación efectiva entre las distintas políticas con el fin de llegar a una mayor estabilización. Se requieren unas modificaciones esenciales a la manera de conducir la política macroeconómica de corto plazo, más acorde con el nuevo entorno.

Primero, la nueva situación hace que ya no sea posible fijar una meta de crecimiento de la oferta monetaria independientemente de los niveles de tasas de interés y de la tasa de cambio, ya que a través de éstas se produce un alto grado de endogenización de la cantidad de dinero en la economía.

Segundo, este período también ha demostrado la dificultad que resulta al tratar de mantener una defensa a la tasa de cambio real, en un contexto como el actual de superávit en cuenta corriente, reacción lenta en las importaciones y de repatriación de capitales. Surge nuevamente un conflicto con los

objetivos de control monetario y cambiario, que resulta de la dificultad de tratar de mantener tanto metas monetarias como de niveles de tasa de cambio real, en un entorno de apertura económica, cambiaria y financiera.

Finalmente, la experiencia reciente ha demostrado la importancia que tiene el logro de una coordinación adecuada entre las políticas monetaria y cambiaria con las fiscal y de balanza de pagos. La estabilización del nivel de precios en la economía una vez se tiene un contexto de mayor apertura, requiere de un entorno macroeconómico más equilibrado, ya que las principales variables reaccionarán más rápidamente a desajustes producidos en cualquiera de los frentes de acción. En particular, se tendrá la necesidad de ejercer una mayor disciplina fiscal consistente con el esfuerzo en las demás políticas por llegar a un ambiente más estable en donde puedan concretarse las ganancias en eficiencia y competencia hacia las cuales apunta el programa de apertura y liberación.

IV. Conclusiones

La experiencia colombiana en los últimos dos años ha sido de un esfuerzo coordinado en sectores claves para el logro de una economía más abierta y competitiva, que se espera mejorará las posibilidades de crecimiento a largo plazo. Sin embargo, en el corto plazo las autoridades han tenido que enfrentar los efectos adversos causados por una acumulación masiva de reservas internacionales, como consecuencia de flujos de capitales que han ocurrido en unas cuantías inesperadas. Estos últimos han generado presiones considerables sobre dos variables claves en la economía: la tasa de interés y el tipo de cambio. Su efecto sobre la primera tiende a dificultar el desarrollo financiero, mientras que a través del segundo se tiene un conflicto con las posibilidades de expansión del sector exportador, pieza clave en el proceso de apertura.

Se plantea entonces un dilema de política económica presentado en varios países acerca de qué hacer frente a este fenómeno. La acción adoptada por las autoridades colombianas ha sido la esterilización de estos

flujos. Esta ha resultado en los problemas mencionados, que han dificultado la culminación de la liberación financiera y los objetivos de largo plazo de la apertura. Se ha argumentado que esta opción en general tiende a llevar a una pérdida de credibilidad del público con respecto al éxito de la estabilización²¹. Una segunda alternativa podría consistir simplemente en permitir la expansión monetaria resultante, sin hacer un esfuerzo de contrarrestarlo. Esta, sin embargo, tendría peligros inflacionarios muy importantes. Una tercera alternativa es la de frenar en cierto grado la apertura, limitando los flujos de capital—especialmente de los de corto plazo— para evitar su entrada masiva. Sin embargo, es notoria la dificultad que se tiene al tratar de lograr una restricción efectiva de esta naturaleza²². Por último, podría pensarse en postergar la liberación del sector financiero hasta después de efectuadas las reformas cambiarias y comerciales. De esta manera se limitaría efectivamente la posibilidad de entrada de los flujos de inversión de corto plazo, pero también se limitaría la participación de los intermediarios financieros en el proceso de reasignación de recursos.

Para concluir, se observa que este problema de política económica constituye el mayor reto que tiene Colombia en el momento actual: cómo coordinar eficazmente los procesos de liberación financiera y apertura económica, en el contexto de movimientos de capital voluminosos. Este dilema es tan serio como es irónico, ya que en cierto sentido, la entrada de capitales señala un grado de confianza significativo que tiene el mercado internacional en los niveles de rentabilidad de las inversiones en el país. Sin embargo, también debe considerarse en las decisiones de política el hecho de que la mayoría de los flujos tenderán a ser transitorios, como consecuencia de las fallas en dicho mercado que conducen a una sobreestimación temporal del éxito del programa económico²³.

²¹ Un desarrollo teórico de este argumento está en Calvo A. Guillermo (1991): "The Perils of Sterilization" *Staff Papers*, International Monetary Fund, December, 1991.

²² Ver el tratamiento de McKinnon (1991) del caso chileno.

²³ Véase McKinnon (1991).