

# Reflexiones sobre las Reformas al Sector Financiero y su importancia para Colombia \*

Ante todo, debo expresar mi agradecimiento sincero a los organizadores de este importante evento, en particular a Fedesarrollo, por la cordial invitación que se me ha hecho para dirigirme a esta selecta concurrencia. Pienso que la idea de dedicar estos tres días al análisis de la realidad económica de los países de nuestra área, ha sido excelente y deberá dar buenos frutos para entender y promover los cambios que se requieren en las estructuras económicas de estas naciones.

Las interacciones entre la dinámica del sector financiero y el crecimiento económico en países en vía de desarrollo han dado lugar a un enorme volumen de literatura en los últimos 15 años. En buena parte, este desarrollo se debe a la publicación de dos libros que han tenido gran influencia: los de Shaw y de McKinnon <sup>1</sup>. En ambos casos, los autores inician su examen analizando la asociación más evidente entre tasas reales de interés, inversión y crecimiento, y sugieren que para estos países, las tasas reales de interés bajas, antes que servir de estímulo a la inversión, constituyen un impedimento al desarrollo económico. Esto en razón del efecto negativo que producen en la generación de ahorro financiero y a la mala asignación del mismo a que dan lugar los controles administrativos. Del anterior planteamiento se desprende, para propósitos de política económica, la conveniencia de favorecer reformas financieras que permitan un funcionamiento más libre del mercado.

Bajo la influencia innegable de estas tesis, varios países han llevado a cabo políticas tendientes a lograr los beneficios de este tipo de reforma financiera; los resultados han sido diversos. En este sentido, se pueden mencionar las experiencias de los países del Cono Sur de América Latina, posiblemente las más evaluadas, en las cuales el objetivo de la profundización no se alcanzó, pese a la importante apertura de sus sectores financieros. Está

también la de algunas economías asiáticas que, con una dirección pragmática y coherente, han logrado enormes avances en su aparato financiero.

Desde un punto de vista empírico, se encontró luego que el tipo de asociación entre crecimiento y tasas de interés no es tan claro ni tan directo como se pensó inicialmente. Por ejemplo, los hallazgos de Fry <sup>2</sup>, en el sentido de que un incremento del 10% en la tasa real de interés, elevaría la razón entre ahorro e ingreso en un factor de 1.4% a 2.1%, se consideran ahora como excesivamente optimistas.

Más cercano al consenso actual al respecto, es el planteamiento reciente de Khatkhate <sup>3</sup>, quien al referirse a diversas variables macroeconómicas, entre ellas la relación entre ahorro e ingreso, dice:

“Se encuentra que no hay diferencias estadísticamente significativas entre un grupo de países ubicados por encima y otros por debajo de la tasa de interés real promedio (...)”.

Y luego concluye:

“La tasa de interés real positiva (...) importa, pero no como el instrumento de política capaz de sobrellevar todo el peso de reformar las economías del mundo subdesarrollado” (p. 586).

\* Discurso pronunciado por el doctor Francisco J. Ortega, ante el II Seminario Interamericano de Economía. Bogotá, marzo 31 de 1989.

<sup>1</sup> McKinnon, R. I. *Money and Capital in Economic Development* (Washington, Brookings Institution; 1973) y Shaw, E. S. *Financial Deepening in economic Development* (New York: Oxford University Press, 1973). A su vez, estos textos se derivan en parte de Gurley, J. G. y Shaw, E. S. *Money in a Theory of Finance* (Washington D. C. Brookings Institution, 1960).

<sup>2</sup> Fry, M. J. “Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development?” *Journal of Money, Credit, and Banking*. (Vol. 10, No. 4; Nov. 1978).

<sup>3</sup> Khatkhate, D. R. “Assessing the Impact of Interest Rates in Less Developed Countries” *World Development* (Vol. 16, No. 5, 1988).

McKinnon mismo, en un planteamiento reciente <sup>4</sup> reconoce que la forma específica de obtener la apertura financiera no es tan clara conceptualmente y que existe, por tanto, una relación entre las variables macroeconómicas y el proceso de apertura que es necesario analizar antes de emprender la reforma.

Quienes tenemos responsabilidades con la política económica, nos preguntamos entonces: dado que la relación entre apertura financiera y crecimiento de largo plazo planteada por Shaw y McKinnon no ha sido unánimemente establecida por la investigación empírica, y puesto que las experiencias de liberación financiera en buena parte de Latinoamérica han fracasado, ¿se debe olvidar el tipo de interrelación dinámica entre apertura financiera, ahorro y crecimiento? O, más bien, ¿será necesario sugerir nuevos elementos conceptuales que permitan esclarecer tanto la ambigüedad de los resultados empíricos <sup>5</sup> como el papel relativo de la política de liberación financiera en la explicación de los fracasos que en este campo han ocurrido?

Desde el punto de vista de la dirección económica de nuestro país, esta discusión tiene una enorme relevancia. En Colombia, las autoridades encargadas de definir el curso de la política económica enfrentamos un serio desafío. Si bien, con base en un manejo cauteloso de las variables macroeconómicas, el país ha atravesado con éxito por la peor crisis regional de los últimos 50 años, la evolución reciente de la tasa de ahorro no garantiza el mantenimiento de una tasa de crecimiento sostenido. Existe, por tanto, una inquietud válida con relación al estado de nuestro sector financiero en torno de la idea de que sin cambios estructurales al interior del mismo, se pueda mantener un ritmo deseable de crecimiento.

En los párrafos que siguen, quisiera señalar que los cambios estructurales y las condiciones necesarias para que una eventual reforma financiera sea exitosa son, en realidad, procesos complementarios.

## I. Aspectos básicos de una reforma financiera

El objetivo de cualquier reforma financiera es el de movilizar un mayor volumen de recursos para que sean intermediados por el sector financiero, con el fin, no sólo de actuar positivamente sobre la tasa de ahorro, sino también de lograr una asignación más eficiente del mismo. Existen tres áreas particulares en

las que un proceso de reforma financiera buscaría actuar y a las cuales quisiera referirme. Primero, a través de la eliminación de la gran variedad de subsidios que son canalizados por el sector financiero. Segundo, mediante el desmonte o la reducción de los diversos mecanismos de control a la expansión secundaria de la oferta monetaria. Tercero, a través de intentos más explícitos y directos para fomentar la competencia al interior de la actividad financiera.

### A. Racionalización de los subsidios canalizados por el Sector Financiero

Los subsidios transferidos a través del sistema financiero, constituyen uno de los componentes de las políticas de canalización del crédito <sup>6</sup>; con ello se busca fomentar el desarrollo de sectores que se consideran prioritarios o encauzar recursos hacia actividades que de otra manera el mercado no favorecería a tasas de interés razonables.

Paralelamente a este tipo de medidas, y en cierta forma de manera coherente con dicho propósito, se implantaron también restricciones a la competencia proveniente del flujo del comercio y el capital internacional incluyendo fuertes limitaciones a la inversión extranjera. Sin embargo, para propósitos de simplificación, si se aíslan los costos económicos de la regulación a la movilidad internacional de recursos, se puede afirmar que los sectores subsidiados reciben una transferencia real, cuyo monto unitario tiene un costo neto equivalente al diferencial entre la tasa de retorno del sector beneficiado y la tasa implícita de retorno de aquellos que lo subsidian.

La pregunta fundamental que a este respecto podemos hacernos es esta: ¿bajo qué condiciones internas del sistema financiero y dentro de qué marco complementario de política económica, se maximiza la probabilidad de que un desmonte de los subsidios de esta clase conduzca a una profundización financiera y a un incremento en la tasa de crecimiento económico?

<sup>4</sup> "Financial Liberalization and Economic Development: A Reassessment of Interest Rate Policies in Asia and Latin America" (International Center for Economic Growth, San Francisco, 1988).

<sup>5</sup> Para una reseña útil, véase González Arrieta, G. M. "Interest Rates, Savings, and Growth in LDCs: An Assessment of Recent Research" *World Development* (Vol. 16; No. 5, 1988).

<sup>6</sup> Para un análisis de las políticas de crédito selectivas véase: Khatkhate, D. R. y D. P. Villanueva "Operation of Selective Credit Policies in Less Developed Countries: Certain Critical Issues" en Coats, W. L. y D. R. Khatkhate (Eds.) *Money and Monetary Policy in Less Developed Countries: A Survey of Issues and Evidence* (Oxford, Pergamon Press, 1980).

La existencia de un subsidio cualquiera supone tanto un beneficiario como un aportante que lo debe cubrir. Es evidente que, en primera instancia, el monto nominal de la subvención equivale a la diferencia entre la tasa de colocación de mercado y la tasa subsidiada y que, de manera directa, es el sector financiero quien inicialmente lo absorbe. Sin embargo, al verse afectado el producto de sus colocaciones, las instituciones financieras distribuyen dicho costo, según las condiciones particulares de la estructura del mercado. Cuando los mercados de captación y de colocación son poco competitivos, la mayor parte del costo adicional es trasladada a los usuarios del crédito ordinario (no subsidiado) y a los ahorradores. En resumen, podemos decir que el monto del subsidio es pagado por el resto de la economía y que la proporción a cargo del sector financiero es una función directa del grado de competencia en los mercados de ahorro y crédito.

Desmontar los subsidios en condiciones de mercado poco competitivas equivale a trasladar recursos desde los sectores originalmente beneficiados hacia el sector financiero. En otras palabras, el resto de la economía pasa de subsidiar actividades consideradas prioritarias, a favorecer a las entidades financieras. Esto es claramente cuestionable desde un punto de vista de economía normativa. Mientras mayor sea el grado de competencia del sector financiero, de otra parte, menor será la capacidad de éste para obtener, en la forma de mayores rentas, los fondos liberados por la supresión del subsidio. El efecto neto será, por tanto, una disminución en la carga asumida por el resto de la economía. Podemos concluir, de esta manera, que la eliminación de estos subsidios conducirá al logro de los objetivos de la reforma financiera, sólo en la medida en que paralelamente se incremente el grado de competencia al interior del sistema.

#### **B. El efecto de una mayor preponderancia de la expansión secundaria**

El control monetario en economías pequeñas y relativamente abiertas, que están sujetas a una enorme variabilidad del sector externo, es una tarea compleja. Cuando el grado de desarrollo de los mercados monetarios y de capital impide que dicho control se ejerza sobre la expansión primaria, se hace necesario intervenir a nivel de la expansión secundaria con el fin de cumplir con las metas monetarias. Este tipo de restricciones dificulta la profundización financiera al vincular el funcionamiento del sistema a la coyuntura monetaria de corto plazo. Tenemos, en-

tonces, que las fluctuaciones del sector externo —y el déficit fiscal— se transmiten así al contexto financiero, con claras pérdidas de bienestar para el conjunto de usuarios de los servicios que éste presta.

Bien sabemos que en la medida en que se desarrollen los mercados, tanto monetarios como de capitales, se tendrá más posibilidad de controlar los cambios en la variable monetaria a través de instrumentos primarios, tales como las operaciones de mercado abierto. La racionalización de los diversos mecanismos de control secundario, es decir de los encajes y el redescuento, no es independiente, por tanto, del entorno macroeconómico. De manera complementaria a dicho proceso, debe persistirse en el esfuerzo por desarrollar los mercados monetario y de capitales.

La necesidad de impulsar y expandir estos mercados es además conveniente, porque si éstos son demasiado imperfectos los mecanismos de financiación de la actividad productiva hacen que las empresas tomen sumas excesivamente altas de endeudamiento de corto plazo, desestimulando el uso de capital a través de la suscripción de acciones y de bonos. De ese modo, se tiene que la financiación empresarial basada en el crédito implica que el sistema financiero —y así sus usuarios asuman el riesgo sin compartir los beneficios, porque cuando la actividad real se financia con emisión de títulos de propiedad, los agentes participan tanto del peligro de una quiebra como de las utilidades.

En cuanto a la política monetaria, en tanto se va disminuyendo la regulación sobre la expansión secundaria, en aras de la eficiencia económica, se debe ir ganando autonomía a nivel de la expansión de la base. Es claro, sin embargo, que en presencia de un déficit fiscal sostenido, el control neto sobre la evolución de la base monetaria es mínimo, aun con mercados de capital amplios y dinámicos. Por lo tanto, las políticas fiscal y cambiaria no pueden definirse sin consultar el ritmo e intensidad al cual se va cediendo discrecionalidad en la expansión secundaria.

#### **C. Mayor competencia en el Sector Financiero**

En una apreciación anterior observábamos que entre mayor fuese el grado de concentración al interior del sistema, mayor sería la proporción de los costos totales asociados con las diversas ineficiencias que asumen, finalmente, los demás agentes económicos. Así, en cualquier frente, los resultados de la reforma financiera dependen del efecto que las políticas ten-

gan sobre la estructura del mercado. Es por ello indispensable actuar decididamente en favor de un mayor grado de competencia en el sector.

Teóricamente, en este contexto existen tres factores que tenderían a incrementar la competencia. En primer lugar, la privatización de aquella parte del sector actualmente en manos oficiales. Segundo, una apertura razonable a la inversión extranjera y, tercero, el fomento de mecanismos crediticios alternativos a los creados por el sector financiero. Cualquier proceso de reforma debe comprender políticas específicas y armónicas en los tres frentes.

Al favorecer acciones dirigidas a estimular la competencia dentro del sector, no desconocemos que en escenarios en que los grados de ésta se amplían, surgen interrogantes relacionados con el aprovechamiento de las economías de escala inherentes a la actividad financiera<sup>7</sup>. Esta es la razón para que normalmente se afirme que algunos controles a la entrada de empresas nuevas son necesarios con el fin de que las firmas existentes, puedan explotar las ventajas asociadas con mayores escalas. Ello sería válido si las instituciones financieras operaran siempre bajo un esquema de maximización de sus utilidades; no es claro, sin embargo, que para entidades subordinadas a las decisiones de grupos económicos amplios, la función que se maximiza sea idéntica a la función de ganancias del intermediario considerado en forma aislada. Por esta razón, mientras existan dudas respecto del tipo de racionalidad con que operan tales empresas, el argumento de las economías de escala es cuestionable y no se puede utilizar para defender la restricción a la entrada de entidades financieras al mercado.

También debe ser materia de reflexión si la apertura de los mercados de captación y de colocación tiene que ser simétrica. En principio pensamos que no. En el primero ciertamente la competencia debe ampliarse para estimular el ahorro, permitiendo nuevas formas de depósito remunerados, hoy en día factibles gracias al avance en materia tecnológica. En el segundo, el del crédito, continuamos teniendo reservas acerca de la conveniencia de que las distintas entidades compitan a lo largo y ancho del mercado. Porque es indudable que existe una tendencia natural a la especialización, debido a que el mercado de préstamos tiene componentes demasiado heterogéneos que no permiten que la información sobre un segmento dado del mercado sea compar-

tada por el resto de la actividad<sup>8</sup>. Aunque la competencia en este campo es deseable, diferencias en información y otras imperfecciones sugieren mantener, más bien, algún grado de especialización y por lo tanto de intervención. Lo importante al respecto, es que la regulación que se aplique sea simétrica y no cree diferenciales en rentabilidad por causa de una estructura desigual.

También, tendiente al fin básico de ampliar la competitividad por los recursos, se habla de la apertura externa. Básicamente, ésta consiste en flexibilizar las limitaciones a la inversión extranjera en el sector financiero, orientación considerada altamente deseable por el gobierno. La reducción de las restricciones a la inversión extranjera en el sistema financiero es positiva y deseable por varias razones. Primero, porque contribuye al proceso de privatización de las instituciones y, de esta forma, haciendo más eficiente la intermediación. Segundo, porque coadyuva a la capitalización de las empresas del sector. Finalmente, por cuanto agiliza la asimilación del desarrollo tecnológico por parte de los agentes financieros. Todos estos elementos contribuyen al logro de mayor competencia y menores costos. En consecuencia, permitir un mayor acceso a la inversión extranjera debe constituir un elemento esencial de la reforma del sector.

Hasta aquí hemos examinado tres temas que bajo cualquier circunstancia formarían parte de una reforma financiera: la eliminación de los subsidios a través del sistema financiero; la racionalización de los instrumentos de control a la expansión secundaria, y la búsqueda de mayores niveles de competencia al interior del sistema. En todos ellos las autoridades colombianas han venido actuando dentro de los márgenes permitidos por el actual entorno macroeconómico.

<sup>7</sup> Respecto de las economías de escala, véase Humphrey, D. B. "Cost Dispersion and the Measurement of Economies in Banking" *Economic Review* (Federal Reserve Bank of Richmond) Vol. 73 No. 3 (May-June, 1987). El caso colombiano es analizado en Suescún M. R. "Nueva evidencia sobre economías de escala en la Banca colombiana" *Ensayos sobre Política Económica* (No. 12; diciembre, 1987).

<sup>8</sup> Esto se puede entender a partir de la noción teórica de los "mercados de clientela", discutida en Okun, A. *Prices and Quantities: A Macroeconomic Analysis* (Brookings Institution; 1981). En el caso colombiano, véase Herrera, S. "Relaciones de clientela y concentración en el sistema bancario" *ESPE* (No. 4, diciembre, 1983).

## II. Comentarios finales

El examen de los tópicos que resulta indispensable abordar como parte de una reforma, nos lleva a afirmar que, independientemente de la controversia teórica de que hablamos inicialmente y sin tener que matricularnos en una determinada línea de pensamiento, la adopción de cambios a la operación del sector financiero, en la dirección mencionada es algo esencial para obtener una mayor tasa de crecimiento económico. Desde luego que sería muy benéfico que los economistas académicos se pusieran de acuerdo sobre el tema, pero como ello es poco probable, debemos echar mano, mientras tanto, del pragmatismo reflexivo que ha caracterizado nuestro manejo económico en las últimas tres décadas.

A esta posición se llega aún después de recapacitar acerca de los recientes procesos de apertura en los países del Cono Sur. Existe la tendencia a asociar de una manera indiscriminada ciertos episodios de caos con el proceso de liberación que se ensayó en dichos países<sup>9</sup>. Análisis más recientes de estas experiencias sugieren que el problema básico no fue la liberación, sino la inconsistencia entre este proceso y las medidas macroeconómicas complementarias. En el caso chileno, por ejemplo, Corbo<sup>10</sup> ha mostrado que el asunto esencial fue el desajuste entre la política cambiaria y el grado de apertura de la cuenta de capitales, pues las autoridades utilizaron la tasa de cambio con el fin de controlar las expectativas de inflación, y con ello se creó un diferencial insostenible entre la rentabilidad de los activos internos y externos. De esta manera, con una cuenta de capitales excesivamente abierta, las entradas de fondos forzaron una apreciación real que redujo los márgenes de las empresas y condujo a la crisis bancaria de 1982-1983.

En términos globales, existen razones para pensar que la liberación financiera en el Cono Sur implicó unas tasas de interés que si bien reflejaban las condiciones de equilibrio parcial del mercado de crédito, en ningún caso lo hacían con relación al conjunto de la economía. Más bien, como lo han sugerido diversos economistas, la tasa "libre" tendía a reflejar las distorsiones y los desequilibrios de los demás mercados: la inflación del mercado de bienes, la sobrevaluación en el mercado cambiario, y la inflación especulativa del mercado bursátil<sup>11</sup>. Bajo esas condiciones era claro que el grado o la velocidad del proceso de apertura

resultaban incompatibles con la situación en los otros frentes de la política económica.

Como enseñanza, los procesos ya referidos nos deben dejar la lección de que la reforma financiera se debe emprender como parte de un conjunto más amplio de medidas de política económica. En primer lugar, es esencial reiterar que una reforma sólo tiene viabilidad en un contexto donde el déficit fiscal se controla adecuadamente. Esto es claro a la luz de la experiencia colombiana reciente, donde ha sido posible eliminar distorsiones en grado notorio merced al ajuste llevado a cabo en materia fiscal durante los últimos años. Gracias a ello, con relación a los primeros años de la década, las entidades financieras operan con niveles marcadamente inferiores de interferencia estatal. En materia de encajes y de inversiones forzosas, hay un progreso notorio que se observa especialmente desde 1984<sup>12</sup>. En la medida en que el sector público permanezca ajustado, y mejoren los diversos mecanismos de financiación del déficit, el efecto negativo sobre la dinámica del ahorro y su asignación irá desapareciendo.

En segundo lugar, es necesario mantener una tasa real de cambio que refleje de manera clara y consistente las condiciones del mercado de divisas. Con una tasa sobrevaluada, el diferencial entre la rentabilidad de los activos externos e internos induce una presión hacia la salida de capitales del país. Es evidente que la sustitución de activos financieros domésticos por activos externos afecta negativamente el grado de profundización financiera. De allí el énfasis que se ha dado al hecho de mantener niveles realistas y competitivos de tasas de cambio real, porque cualquiera que sea el marco de una reforma financiera exitosa, siempre se debe perseverar en esta política.

<sup>9</sup> El trabajo más influyente en esa dirección es, indudablemente, Díaz-Alejandro, C. F. "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Grash" *Journal of Development Economics* (Vol. 19, 1985).

<sup>10</sup> Véase Corbo, V. "Reforms with Macroeconomic Adjustment in Chile during 1974-1984" *World Development* (August, 1985). También Corbo, V. y de Melo, J. "Lessons from the Southern Cone Reforms" (mimeo, World Bank; Oct. 1986).

<sup>11</sup> Véase Zahler, R. "Estrategias financieras latinoamericanas: La experiencia del Cono Sur" *Colección Estudios Cieplan* (No. 23, marzo de 1988).

<sup>12</sup> Vargas H. et. al., "La evolución del sistema financiero en los últimos años", *Revista del Banco de la República*, septiembre, 1988.

Tercero, es fundamental recordar que todo proceso de reforma debe incluir una racionalización del marco regulatorio. Ello no implica en ningún caso que la vigilancia y la supervisión se hagan más laxas, sino simplemente que éstas se adecúen a los objetivos de desarrollo financiero.

A la luz de estas reflexiones, basadas sobre todo en la experiencia colombiana más reciente, pensamos por lo tanto que no se deben desechar las ideas sobre profundización financiera, ahorro y crecimiento sugeridas

por los esquemas teóricos que se popularizaron en la década pasada. Ello desde luego, dejando muy en claro que del examen de los últimos 15 años surge un hecho incuestionable: existe la necesidad de que cualquier reforma esté enmarcada en un programa coherente de política macroeconómica. En el caso colombiano, un proyecto de esta naturaleza debe incluir mayores y continuos progresos en los frentes fiscal y de inversión extranjera, manteniendo, al mismo tiempo, la tasa de cambio en niveles realistas, como se ha hecho hasta el presente.