

REPORTES DEL EMISOR

INVESTIGACIÓN E INFORMACIÓN ECONÓMICA

Bogotá, D. C., marzo
de 2005 - No. 70

EDITORA:
Diana Margarita Mejía A.

ISSN
0124-0625

REPORTES DEL EMISOR es una publicación del Departamento de Comunicación Institucional del Banco de la República.

Las opiniones expresadas en los artículos son las de sus autores y no necesariamente reflejan el parecer y la política del Banco o de su Junta Directiva.

REPORTES DEL EMISOR puede consultarse en la página web del Banco de la República:
www.banrep.gov.co
(Ruta de acceso:
Información Económica/Documentos e Informes/Reportes)

Diseño:
Asesores Culturales Ltda.



Crédito, represión financiera y flujos de capitales en Colombia: 1974-2003*

En muchos estudios se ha documentado la existencia de una relación positiva entre los niveles de profundidad de los mercados financieros y el crecimiento de las economías, lo cual es fácilmente verificable a partir de los datos. En el Gráfico 1 se puede apreciar cómo los países con mayor ingreso per cápita tienen un indicador de crédito doméstico al sector privado con respecto al PIB más alto. En términos de ese indicador, Colombia se encuentra bastante rezagado frente a los países desarrollados y a las economías en desarrollo exitosas. El indicador colombiano se ubica en el 25% del PIB, frente al 97% del PIB en Tailandia, 120% del PIB en China y casi 150% del PIB en Malasia y Sudáfrica. En Chile el indicador es 65% del PIB.

El grado de profundización financiera del país¹ no ha manifestado una tendencia sostenida en ninguna dirección. En general la situación desde esta perspectiva no ha mejorado

para el país en los últimos 30 años (Gráfico 2). Los períodos de auge han sido sucedidos sistemáticamente por contracciones de magnitud similar, y para finales del año 2003 se ubicaba por debajo de sus niveles de 30 años atrás.

El documento de Villar, Salamanca y Murcia explora empíricamente dos explicaciones sobre los ciclos observados en el grado de profundización financiera. La primera, relacionada con el comportamiento de los flujos internacionales de capital, y la segunda con la represión financiera reflejada en la utilización de instrumentos tales como los encajes², inversiones forzosas e impuestos a las transacciones financieras.

Los autores encuentran para Colombia, que los factores que explicaron los ciclos crediticios estuvieron vinculados en un alto grado con la evolución del endeudamiento externo privado y con la política de encajes del Banco de la República.

* Resumen del trabajo del mismo título, elaborado por Leonardo Villar Gómez, David M. Salamanca y Andrés Murcia, publicado en Borradores de Economía, *Banco de la República*, No. 322, 2005. Los autores son miembro de la Junta Directiva, profesional de Análisis de Estabilidad Financiera y asistente de Investigación del Banco de la República, respectivamente. Las opiniones aquí expresadas no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

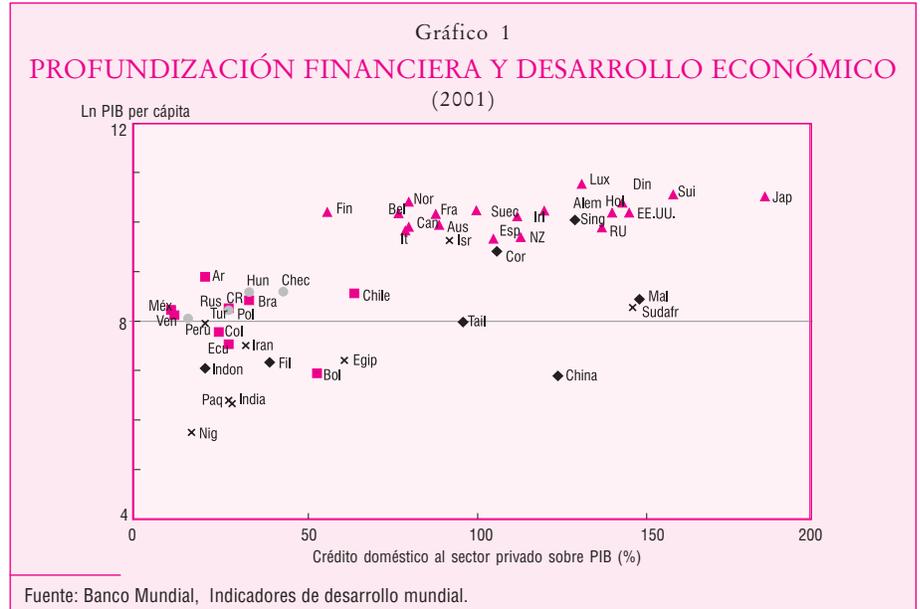
¹ El cual se mide por el coeficiente de crédito al sector privado, como porcentaje del PIB.

² El encaje bancario es el porcentaje de recursos que deben mantener en el Banco de la República los intermediarios financieros que reciben captaciones del público.

Flujos externos de capitales y profundización financiera

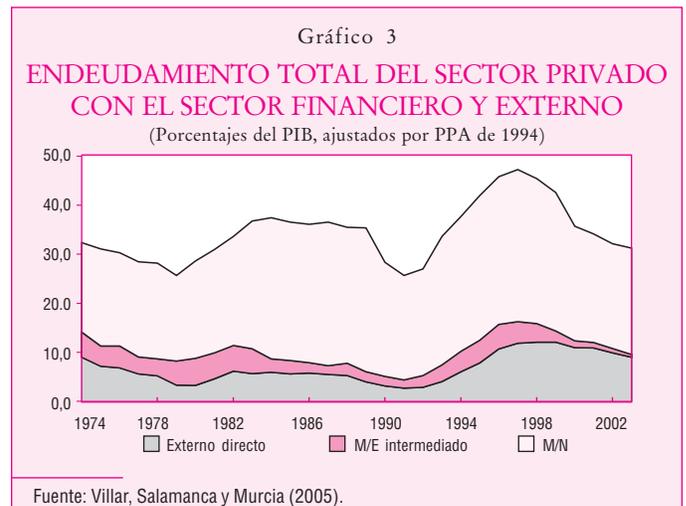
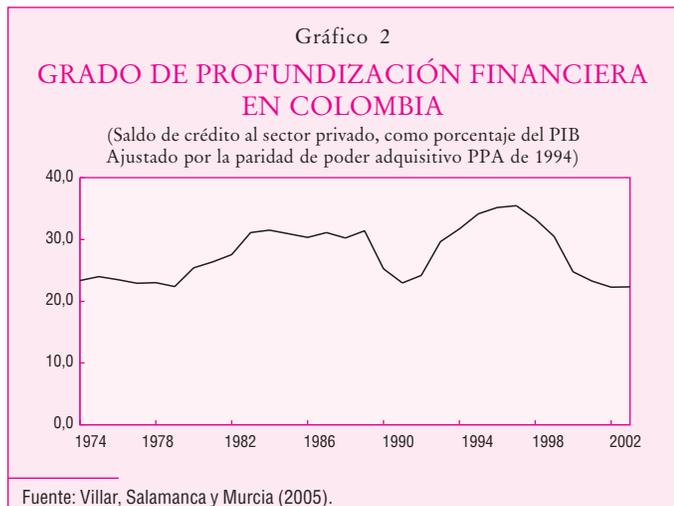
Los ciclos en el crédito del sistema financiero al sector privado han estado muy unidos a los ciclos en los flujos de capital internacional. En Colombia, el crédito bancario doméstico y el externo se han reforzado mutuamente en el suministro al sector privado, tanto en las fases de auge como en las de restricción, y no han actuado como sustitutos, tal como lo sugerirían muchas de las teorías tradicionales.

Lo anterior ha redundado en grandes fluctuaciones del endeudamiento total del sector privado, el cual incluye los saldos de la deuda contraída directamente por parte del sector privado en el exterior y el crédito otorgado por el sistema financiero. La evolución de ese endeudamiento se expone en el Gráfico 3. Su nivel representaba 32,4% del PIB en 1974 y se contrajo hasta ubicarse en 25,7% en 1979, coincidiendo con una fuerte caída en la deuda externa.



En el período posterior, se observaron dos grandes ciclos. El primero fue de 1979 hasta 1991. Su fase ascendente coincidió con el aumento en el endeudamiento externo que se presentó entre 1979 y 1982, aunque el proceso de endeudamiento en moneda legal con el sistema financiero doméstico se extendió dos años más. Entre 1984 y 1991, por su parte, se presentaron caídas tanto en la deuda interna como en la externa. El segundo ciclo tuvo lugar a

lo largo de la década de los noventa y fue mucho más pronunciado que el anterior. En su fase ascendente, el endeudamiento total del sector privado pasó de 25,6% del PIB en 1991 a 47,3% en 1997 mientras el endeudamiento externo pasaba de 4,4% a 16,2% del PIB. En la fase descendente posterior, tanto el endeudamiento externo como el interno se redujeron y el total pasó de 47,3% del PIB en 1997 a 31,3% del PIB en 2003.



Ciclos del crédito y represión financiera desde 1974

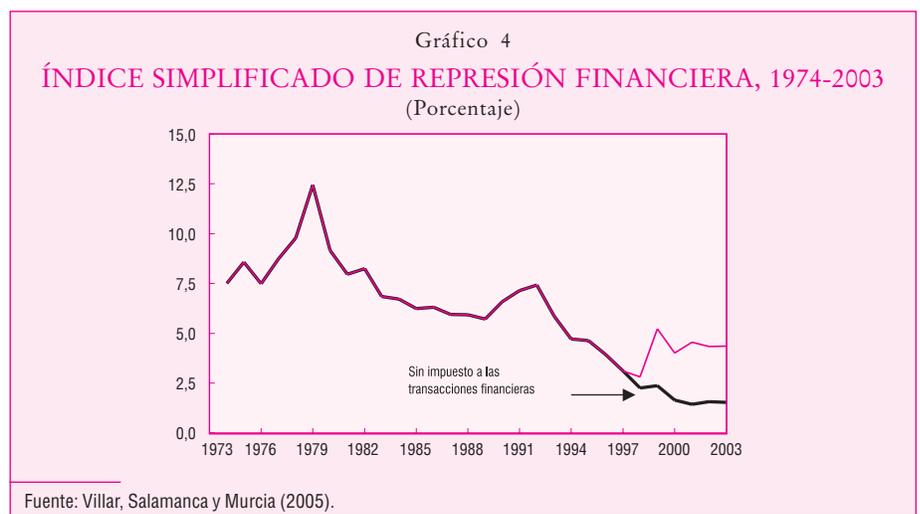
Los ciclos crediticios provocados por las condiciones financieras internacionales también se vieron reforzados por la evolución del grado de represión financiera. Para medir este fenómeno, los autores calcularon un índice de represión financiera, el cual pretende medir la diferencia que generan los encajes bancarios, las inversiones forzosas y el impuesto a las transacciones financieras sobre el margen entre la tasa de interés de colocación y la de captación (Gráfico 4).

Hacia 1974 se dieron los primeros pasos importantes hacia la liberalización del sistema financiero que había estado muy reprimido durante las dos décadas precedentes. Sin embargo, esa tendencia entró muy pronto en conflicto con las dificultades de manejo monetario que conllevó una gran acumulación de reservas internacionales asociada a la bonanza cafetera de mediados de los años setenta. Por esta razón, a finales de 1975 se fijó durante dos meses un encaje marginal de 100% sobre las captaciones del sistema financiero, el cual se reintrodujo posteriormente en 1977, manteniéndose hasta 1980.

Desde 1979, y durante los primeros años ochenta, se dieron nuevamente algunas señales de liberalización financiera, las cuales coincidieron con el incremento en los flujos de capital privado para el mismo período. Se reglamentaron las compañías de financiamiento co-

mercial, se eliminó el encaje marginal de 100%, se redujeron los encajes ordinarios sobre los certificados de depósito a término, y se avanzó en la eliminación de restricciones a las tasas de interés que podían fijar los establecimientos de crédito. A pesar de que en 1982 se detonó una crisis financiera, el índice de represión continuó una tendencia levemente descendente hasta finales de la década de los ochenta. Lo cual coincidió con una importante reducción del encaje promedio en la primera mitad de la década y del costo de las inversiones forzosas en la segunda mitad de la misma. Este proceso culminó de manera abrupta en 1991, debido fundamentalmente a la reintroducción de un encaje marginal de 100% sobre todos los depósitos del sistema financiero, encaminado a contrarrestar los efectos monetarios de la gran acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de la República que tenía lugar en esa época. La Ley 45 de 1990 modificó el esquema de regulación y supervisión del sistema financiero y se creó el

sistema de matrices y filiales. Allí se reinició el proceso de liberalización del sector. Sin embargo, fue sólo después de 1992, bajo la autonomía del Banco de la República, cuando los encajes empezaron a bajarse de manera sistemática y sostenida, permitiendo la tendencia descendente del índice de represión financiera (Gráfico 4). Utilizando un criterio de política anticíclica, en 1998 el Banco de la República redujo los porcentajes de encaje obligatorio y empezó a remunerarlo. A pesar de ello, la carga reguladora del sector financiero se vio aumentada desde finales de ese mismo año, debido a que el Gobierno introdujo algunas inversiones forzosas a cargo de los establecimientos de crédito, con el fin de cubrir parcialmente los costos fiscales de la crisis financiera, con lo cual se revirtió, levemente, la tendencia descendente que se había observado con el uso de estos instrumentos durante los siete años anteriores. Por otro lado, estableció un impuesto a las transacciones financieras destinado también a



cubrir los costos de la crisis, en este caso de la banca pública. Aunque esto tuvo inicialmente un carácter temporal, su recaudo fue extendido posteriormente con propósitos fiscales, y la tarifa correspondiente pasó de un dos a un cuatro por 1.000 en 2003.

En general, la tendencia del índice de represión financiera durante los últimos 30 años ha sido descendente y su nivel actual es muy inferior al que se tenía en años anteriores. No obstante, con el impuesto a las transacciones financieras desde 1999, se elevó el grado de represión y se revirtió la caída que tuvo lugar por concepto de la reducción de los encajes y por la remuneración de estos. En cualquier caso, los períodos de aumento en el índice de represión coinciden con caídas en el grado de profundización financiera.

Determinantes del grado de profundización financiera

Utilizando un procedimiento de descomposición contable sobre los factores que influyeron en el comportamiento del grado de profundización financiera en Colombia entre 1974 y 2003, Villar, Salamanca y Murcia (2005) identifican los siguientes hechos: En primer lugar, en todas las fases identificadas de auge o caída de dicho indicador, el crédito del sistema financiero al sector privado se mueve en la misma dirección de los flujos de crédito externo. En segundo lugar, en todos los períodos, excepto el más re-

ciente, el porcentaje de encaje se mueve en forma procíclica, reforzando el impacto de los flujos de capital sobre el grado de profundización financiera. Y, finalmente, aunque el comportamiento de los depósitos tiene un impacto importante, no aparece sistemáticamente como la explicación principal de los ciclos en el crédito. Adicionalmente, mediante un ejercicio econométrico, los autores encuentran que tanto a largo como a corto plazo, el endeudamiento externo tiene un impacto positivo, y el grado de represión financiera tiene un impacto negativo sobre el crédito en pesos del sistema financiero al sector privado.

Consideraciones finales

En síntesis, puede afirmarse que los movimientos en el endeudamiento externo neto en Colombia durante los tres últimos decenios fueron reforzados por un comportamiento procíclico del crédito en pesos del sistema financiero nacional.

La regulación financiera doméstica actuó también de manera procíclica, reforzando las fases de auge y de descenso en el crédito inducidas por las oscilaciones en los flujos netos de capital externo. Entre 1974 y 1991, ello surgió principalmente del comportamiento de los encajes. Entre 1991 y 1997 la política de encajes del Banco fue menos procíclica y se volvió abiertamente contracíclica durante la crisis que se inició en 1998. En esta última época, los encajes se redujeron de manera significativa para contrarrestar la caída en la actividad crediticia. Infortunadamente, la introducción del impuesto a

las transacciones financieras en esa etapa actuó en la dirección contraria, elevando el índice de represión y reforzando la caída en el grado de profundización financiera.

El coeficiente de profundización financiera en Colombia se mantiene en niveles bajos en comparación con economías desarrolladas y en desarrollo exitosas. Más grave aún, dicho coeficiente se sitúa actualmente en niveles inferiores a los de tres décadas atrás, pese a que se ha observado una tendencia de largo plazo hacia la desregulación financiera. A partir de la relación encontrada por los autores, se podría pensar que una manera de avanzar en la profundización financiera es facilitar el ingreso de flujos netos de capitales externos. Ello conduciría a tendencias explosivas en el endeudamiento externo y a situaciones insostenibles. Por esa razón, los autores consideran que el proceso de profundización financiera no puede basarse en los flujos netos de capitales externos, los cuales se caracterizan por su comportamiento cíclico.

Villar, Salamanca y Murcia concluyen que mantener bajos grados de represión financiera debe ser un propósito básico de la política económica, ya que sólo por esa vía se puede avanzar de manera sostenible hacia un mayor desarrollo de la actividad crediticia. La persistencia del impuesto a las transacciones financieras es un elemento en contra de dicho propósito. Así mismo, la posibilidad de volver a incrementar los encajes bancarios como instrumento de política monetaria en épocas de ingreso de capitales internacionales, constituiría un retroceso adicional. ■