



RELACIONES ENTRE EL SECTOR FINANCIERO Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

R esumen

Las relaciones entre el sector financiero y el sector productivo de la economía son bastante complejas y existen varios enfoques que analizan este tipo de relaciones, ya sea desde la óptica del modelo estándar de crecimiento económico, utilizando modelos de competencia "imperfecta" o desde perspectivas más contemporáneas. El presente trabajo ofrece una exploración en ese sentido, identificando algunos elementos teóricos que pueden ayudar a explicar la crisis económica y financiera reciente, desde la óptica poskeynesiana y schumpeteriana. La primera parte del artículo reseña algunos trabajos que analizan las relaciones entre el sector financiero y el crecimiento económico. Seguidamente, se analiza la globalización financiera en tanto elemento central de las relaciones entre el sector financiero y el "sector real" de la economía. En la tercera sección se hace una recapitulación del enfoque de Minsky sobre la inestabilidad financiera, ampliado con el aporte de los evolucionistas. Finalmente en la sección cuarta se señalan algunos puntos centrales en el análisis de la crisis reciente del sector financiero y se plantean algunas conclusiones.

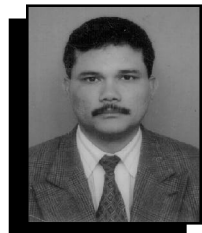
A bstract

The relation between financial and productive sectors of the economy is very complex. There are some theories to analyze both relations according to the model standard of growing economy or the model of "imperfect" competence, or even more contemporary points of view. This paper identifies some theoretical elements that can help us to explain the recent economic and financial crisis, from a Postkeynesian and a Schumpeterian perspective.

First, the author describes some relations between finances and economic development. Then, he analyzes global finances as a main factor in real economy. Thirdly, he reviews the Minsky theory on non-established financial conditions, including some of the ideas of evolutionists. Finally, he points out some considerations about the recent financial crisis, drawing some important conclusions.



Por
Fernán Fortich Pacheco
Docente Cátedra, EAN
E-mail: feforpa1@hotmail.com



Por
Caril Rodríguez González
Magister en Ciencias
Económicas, Universidad
Nacional de Colombia.
E-mail: carodriguez@shd.gov.co

Palabras clave:

*Análisis financiero,
crecimiento económico,
modelos económicos,
globalización,
crisis financiera.*



INTRODUCCIÓN

La crisis financiera de los años ochenta y noventa ha puesto sobre el tapete nuevas discusiones sobre el papel del sector financiero en la economía, en particular las conexiones existentes entre el sector financiero y el sector productivo y si el desarrollo del sector financiero contribuye o no al crecimiento económico y al desarrollo de una sociedad. En las primeras décadas del siglo pasado se destacan los aportes de Schumpeter en 1911 y de Keynes a fines de la década del veinte, quienes construyeron una teoría del papel del crédito y del sector financiero en la economía.

La teoría del financiamiento de Keynes está sustentada en el hecho de que los capitalistas para poder invertir necesitan de una fuente adicional de recursos no proporcionada por el flujo corriente de ingresos. Por otro lado, veinte años antes que Keynes construyera su teoría del financiamiento, Schumpeter había trazado las líneas generales de lo que sería el proceso de evolución económica dentro del capitalismo, planteando como elemento central la innovación y la forma en que ésta es absorbida por el sistema capitalista, al mismo tiempo que sostenía que el papel del crédito era fundamental para este proceso de evolución económica. En palabras de Schumpeter, el "crédito sirve al desenvolvimiento industrial".

Después de los años sesenta y setenta, estas dos grandes vertientes del pensamiento económico se han revitalizado con el surgimiento de la corriente poskeynesiana, particularmente con los trabajos de Minsky y su "interpretación keynesiana del financiamiento" y a causa del desarrollo de la corriente evolucionista, aunque los aportes de esta última han estado centrados principalmente en el análisis del desarrollo industrial y no en el desenvolvimiento del sector financiero.

Existe otra vertiente que deriva sus principales postulados de la teoría neoclásica y del



modelo estándar de crecimiento, y que también ha tratado de explicar el impacto del sector financiero en el crecimiento económico, especialmente a partir de lo que denominan el "grado de profundización financiera", tomando también la hipótesis schumpeteriana sobre el papel del crédito en la economía.

La constatación empírica de que el desarrollo del sistema financiero activa el crecimiento económico se encuentra en el trabajo de King y Levine² (1993), quienes establecen la relación entre el grado de profundización financiera con el crecimiento económico, la acumulación de capital físico y el uso eficiente de los factores. Los resultados de este trabajo muestran que aquellos países que tienen altas tasas de desarrollo financiero también presentan altas tasas de crecimiento económico y acumulan capital de manera más rápida. El otro aspecto señalado en este artículo es que el grado de profundización financiera es un buen predictor del crecimiento económico a largo plazo. Es decir, aquellas economías que han liberalizado sus economías y modernizado sus estructuras financieras antes que otras economías, pueden crecer más rápido que estas últimas. Levin (1997) incluye el entorno



regulatorio como un elemento clave en el desarrollo del sistema financiero, de tal manera que aquellos países que tienen unas normas regulatorias de protección a los acreedores débiles, tienen un sector financiero menos desarrollado que aquellos países que han mejorado el entorno regulatorio en función de la defensa de los acreedores.

Khan y Sendhadji (2000) emplean el modelo estándar de crecimiento para explicar las relaciones entre el sector financiero y el crecimiento económico, incluyendo nuevos indicadores de profundización financiera que toman en cuenta el sector bancario y el de seguros. Este enfoque se complementa con la visión "neokeynesiana" de que los mercados funcionan de manera imperfecta y existen asimetrías de información entre los agentes económicos. Según estos autores el papel del sector financiero es importante porque permite la asignación eficiente de recursos, facilita las transacciones económicas, se intensifica el control corporativo, se diversifican los riesgos y movilizan los ahorros en función del desarrollo de la producción. Para estos

autores, una agenda posterior de investigación deberá incluir mejores indicadores de profundización financiera, señalando que la inclusión del mercado bursátil y de bonos sólo es más apropiado para los países industrializados y para un pequeño número de países en desarrollo; prevé que las relaciones entre las diferentes variables que señalan relaciones entre el grado de profundización financiera podrían ser de carácter no lineal; finalmente, proponen que se deben incluir el análisis de los flujos de capital en el estudio del desarrollo financiero de los países.

Algunos autores también han planteado que la liberalización financiera aumenta el grado de profundización financiera, en la medida en que una mayor afluencia de capitales hacia las economías en desarrollo permite aumentar el *stock* de crédito en la economía. Esta afluencia de capitales debe dirigirse primordialmente a la inversión directa, antes que a especular en los mercados financieros y de cambios de los países (French - Davis, R y Reisen, 1997), dado que esto último puede generar procesos de inestabilidad financiera en las economías más débiles y vulnerables a estos flujos de capital. La afluencia de capital no sólo se incrementa por las bondades del entorno regulatorio, sino por las fluctuaciones en las tasas de interés. Las tasas de interés altas son atractivas para el capital extranjero que decide trasladar sus fondos a los países que presentan este tipo de ventajas. Por la vía de los flujos de capital también crece la economía y se generan ciclos de afluencia de capitales acompañados de importantes crecimientos en la economía, y viceversa. Entre 1976 y 1982, América Latina creció alrededor del 4%, acompañada de una participación de los flujos de capital de 4% en el PIB de la región. Por su parte, la desaceleración de la economía en los noventa (crecimiento promedio de 1.5% en la región), estuvo acompañada de una participación de los flujos de capital en el PIB de menos del 1%. En la primera mitad de los noventa, los flujos de capital representaron el 6% del PIB, mientras que el crecimiento económico fue alrededor del 3.5% (Calvo, 1995).



La Globalización de los Mercados Financieros

La recomendación de Khan y Sendhadji (2000) de profundizar en el papel que desempeñan los flujos de capital a nivel internacional para tener un estudio completo de las relaciones entre el sector financiero y el crecimiento económico y no limitarse exclusivamente al análisis de economías cerradas permite establecer nuevas luces sobre el comportamiento de los mercados financieros a nivel internacional. Es preciso anotar que la afluencia de capitales a las economías denominadas "emergentes" es un fenómeno asociado a la globalización de los mercados financieros, caracterizada por la eliminación de algunas restricciones nacionales al movimiento internacional de capitales.

La globalización financiera ha sido un proceso acelerado, cuyos antecedentes se remontan al momento de la ruptura del Acuerdo de Bretton Woods en 1971. El patrón dólar con su sistema de cambio fijo que reguló el sistema monetario internacional durante el período de la segunda posguerra dio lugar a un sistema monetario donde la mayoría de las monedas de los países industrializados se convirtieron en divisas y, por ende, estos países con su poder de emisión de moneda generaron una liquidez internacional que se trasladó masivamente a los países en desarrollo (Giraldo, C, 1998). Sin embargo, el resultado fue un sistema asimétrico, por cuanto los países en desarrollo no tienen poder de emisión de estas divisas y tienen



que acudir al comercio internacional para obtenerlas. Además, el régimen de tipos de cambio fijos cedió su lugar a un régimen donde los precios de las divisas están determinados por el mercado, agregando más incertidumbre a los mercados financieros internacionales.

En la actualidad, el proceso de globalización financiera combina tres aspectos fundamentales: en primer lugar, jerarquización (Chesnais, 1996), pues la moneda de los países industrializados tiene un control y un dominio sobre el resto del mundo. Además, el sistema financiero de los Estados Unidos juega un papel importante en este proceso de globalización, debido al papel del dólar y al predominio de su propio mercado bursátil en las transacciones internacionales.

En segundo lugar, esta globalización carece de instancias de control y supervisión a escala internacional. Los organismos multilaterales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) no pueden desempeñar ese papel, precisamente porque sus decisiones están en función de este predominio del capital financiero. La críticas recientes al papel de estos organismos para conjurar crisis financieras en los países emergentes ha sido contundente y se han hecho llamados para establecer un nuevo "consenso de tercera vía"³, tal como lo ha propuesto el Premio Nobel J. Stiglitz. Según este autor las políticas de ajuste estructural promovidas por el Fondo Monetario Internacional no estuvieron orientadas a un mayor crecimiento, sino a aumentar la pobreza y la liberalización y la privatización lo que no conduce necesariamente al crecimiento. Hay que señalar que los mercados desregulados y liberalizados que existen en la actualidad son un aspecto de esta falta de control y supervisión de los movimientos del capital especulativo a escala internacional.

El tercer aspecto de esta globalización tiene que ver con el hecho de que la unidad del mercado a nivel global es asegurada por los operadores financieros que inciden directamente en las decisiones de los agentes económicos, especialmente en las de-

cisiones concernientes al manejo del portafolio a escala global.

Sin embargo, esta globalización ha generado fuertes desequilibrios en la economía a nivel mundial. El origen de estos desequilibrios, según D. Plihon (1996), se encuentra en el cambio de la política económica a finales de la década del setenta. Las autoridades económicas de los países industrializados decidieron establecer como prioridad la lucha contra la inflación, bajo un enfoque monetarista. Esta política generó un alza de las tasas de interés reales que encareció la deuda, no sólo de los países industrializados sino de las naciones del tercer mundo. A su vez, el encarecimiento de la deuda llevó a desequilibrios fiscales, que dieron origen a nuevas medidas de estabilización para ajustar las finanzas públicas. De allí que en los mercados financieros internacionales el entrelazamiento entre deuda pública y especulación financiera es cada vez más evidente.



La orientación monetarista de las políticas económicas en los ochenta y noventa, que pretendían reducir los niveles de inflación, ha llevado a una nueva paradoja en el contexto actual de deflación internacional, pues las bajas tasas de inflación preocupan a los organismos financieros internacionales.

La globalización financiera hace parte de un proceso complejo que se sustenta en la revolución de las telecomunicaciones y que ha reducido en grandes proporciones los costos de producción de las grandes empresas corporativas. Esta revolución permite hacer transacciones en tiempo real en cualquier lugar del mundo.

Por otro lado, dentro del funcionamiento de los mercados financieros a nivel internacional se establecen nexos estrechos entre el capital financiero y la deuda pública, particularmente cuando hay dificultades en el financiamiento del sector público o restricciones en los mercados domésticos e internacionales de capital. Estas circunstancias

obligan a las autoridades económicas a competir en los mercados de capital con tasas de interés elevadas y, en los casos de grave inestabilidad política y presiones inflacionarias, a indexar los títulos a la tasa de cambio, produciendo un círculo vicioso donde el déficit público se hace cada vez mayor. Actualmente, cerca del 30% de los activos financieros mundiales están invertidos en bonos de deuda del sector público.

La magnitud de las transacciones financieras a nivel internacional se refleja en el hecho de que estas operaciones equivalen a 100 veces el valor del intercambio de bienes y servicios reales, y los instrumentos financieros derivados ocupan una proporción significativa. En los países periféricos la especulación financiera está dirigida a la compra de títulos de deuda pública de corto plazo, casi líquidos e indexados con los precios o el dólar, y rendimientos con frecuencia altos; o a las compras de oro o a las inversiones en dólares, efectuadas normalmente en el exterior y operaciones efectuadas en los mercados de valores inmobiliarios

(Salama, 1996).

La crisis argentina en el 2001 y la asiática en 1997-1998 son los casos más recientes de los efectos derivados del proceso de globalización financiera. En el caso de los países del sudeste asiático fue notorio un crecimiento superior al 7% alcanzado durante toda la década. Posteriormente, se vieron sometidos a una fuerte desaceleración económica, producto de la crisis cambiario-financiera que vivieron sus economías. Después de alcanzar un crecimiento de 7.1% en 1996, se redujo a un 3.8% en 1997 y un -9.4% en 1998. Como consecuencia de la crisis, los flujos netos de capital privado tuvieron una reducción de \$US19.7 miles de millones en 1997 y de \$US45.3 miles de millones en 1998. Asimismo, la inversión neta de cartera y la inversión directa neta también cayeron drásticamente.

La crisis argentina ha dejado al descubierto algunos interrogantes con respecto a los planteamientos que se hicieron al comien-



zo de este artículo, vale decir, que la profundización financiera incentiva el crecimiento económico, mientras que la represión financiera lo retrasa. La economía argentina se ha caracterizado por una gran liberación de los mercados financieros y de capitales y, sin embargo, ha sido víctima de una prolongada recesión de más de tres años. El modelo de convertibilidad, mostrado como ejemplo exitoso de las políticas ortodoxas, fue eliminado abruptamente, y en la actualidad se presenta una fragmentación institucional sin precedentes que deja sin credibilidad cualquier medida de política económica. Las diferentes medidas que se han tomado sólo han retrasado la debacle financiera.

Las explicaciones de estos fenómenos se han centrado en la debilidad de la regulación bancaria. Las recomendaciones hechas por el FMI pretenden prevenir estas situaciones fortaleciendo el marco regulatorio. Sin embargo, la situación de fondo no está allí ni en los controles que se le impongan al capital financiero, sino en la capacidad que tengan las autoridades económicas para frenar las maniobras especulativas del capital financiero internacional, lo cual sólo es posible como resultado de un consenso internacional y del cambio de la correlación de fuerzas entre países deudores y acreedores, que permita imponer un nuevo acuerdo al respecto (Suzane de Brunnof, 1996).

Otro fenómeno típico de la globalización financiera es la dolarización y financierización de las economías. La dolarización es un proceso que ha tenido lugar en América Latina para enfrentar las hiperinflaciones que azotaron la región en los años ochenta. En este sentido el caso más exitoso fue el régimen de convertibilidad en Argentina, que estableció una paridad fija con el dólar de 1 a 1, permitiendo la circulación tanto de la moneda nacional como de la divisa americana. Otros casos que han sido resultado de crisis financieras y cambiarias son el del Ecuador, que dolarizó su economía en enero de 2000, también a consecuencia de los coletazos de la crisis del sudeste asiático. En el caso de una economía con una inflación en ascenso, el dinero pierde su función de reserva de valor en beneficio de una divisa

clave, lo cual se agrava si este proceso va acompañado de comportamientos especulativos. La dolarización entonces es un proceso por medio del cual la moneda nacional pierde sus funciones (unidad de cuenta, medio de pago y reserva de valor) básicas en beneficio de una divisa clave. En palabras de Salama: "la dolarización no significa la sustitución de una moneda por otra, sino la sustitución de las funciones de la moneda nacional, desarrolladas por una moneda extranjera".

Otro fenómeno típico del proceso de globalización del capital financiero es lo que se denomina la financierización de la economía. Este proceso remite a las relaciones entre el sector financiero y el sector productivo. El endeudamiento internacional y la dolarización favorecen un crecimiento acelerado del sector financiero a expensas del sector industrial. La actividad financiera en lugar de facilitar el desarrollo de la actividad productiva de las empresas, en parte la sustituye. De esta manera, las empresas vuelcan sus esfuerzos cada vez más hacia la compra y venta de productos financieros cada vez más sofisticados y lucrativos. Las ganancias de estas corporaciones son obtenidas no de su negocio principal sino del manejo de su portafolio.

El proceso de financierización es una consecuencia del crecimiento de las tasas de interés. Al contrario de lo que piensan algunos teóricos neoclásicos, en el sentido de que las altas tasas de interés favorecen el crecimiento debido a que permiten que los capitales rentables se mantengan y que los capitales ineficientes sean desplazados, aumentando de esta manera el ahorro y con ello la inversión, las altas tasas de interés conducen a un desplazamiento de la inversión productiva a favor de la inversión financiera, produciéndose el fenómeno de la financierización. Las altas tasas de interés acrecientan la diferencia entre la rentabilidad de la inversión financiera y la inversión física, en detrimento de esta última. Ante esta situación, las empresas prefieren el autofinanciamiento, en vez de acudir a los recursos de crédito. De esta forma, la inversión se disminuye y se retrasa el crecimiento. Salama prevé tres escenarios posibles

en este proceso de financiarización: a) financiamiento virtuoso: es una situación normal de financiamiento, en el que las tasas de interés no absorben las ganancias y los empresarios pueden aumentar la inversión y con ello el crecimiento de la economía; b) financiarización: en el que las empresas se vuelcan cada vez más hacia las inversiones financieras en detrimento de la actividad productiva; c) financiarización perversa, donde se presenta un proceso de desindustrialización de la economía.

La Hipótesis de Inestabilidad Financiera

Según Minsky, la hipótesis de inestabilidad financiera es un fenómeno teórico y práctico. La experiencia práctica se caracteriza porque la economía atraviesa por fases de inflación y deflación. Los procesos inflacionarios producen más inflación, así como los procesos deflacionarios generan consecutivamente más deflación (Minsky, 1992). La evidencia histórica demuestra que la economía no funciona como lo pensaban Smith y Walras, donde existía un equilibrio constante. La hipótesis de inestabilidad financiera también sigue el planteamiento de Schumpeter sobre el papel del crédito en la economía ("el crédito sirve al desenvolvimiento industrial", Schumpeter, 1957, p. 110). El empresario necesita de recursos adicionales para poder invertir, los cuales no provie-

nen de la venta ordinaria de mercancías (requiere poder adquisitivo antes de necesitar cualquier clase de bienes", Schumpeter, op.cit).

Una de las características de la economía capitalista es que se cambia moneda presente por moneda futura, lo cual introduce el tiempo histórico y la incertidumbre en las relaciones económicas. La moneda presente permite el financiamiento de la inversión y la moneda futura se extrae de los futuros beneficios que se derivan de esa inversión. En la economía capitalista, el pasado, el presente y el futuro no sólo están conectados por las relaciones entre el capital y el trabajo sino por las relaciones financieras que se establecen entre los distintos agentes económicos.

Según Minsky (1992b), el primer teorema de la hipótesis de inestabilidad financiera es que la economía tiene un régimen de financiamiento estable y otro inestable. El segundo teorema es que la economía transita de períodos en que las relaciones financieras son estables a otros en que las relaciones financieras son inestables. La estabilidad o inestabilidad del régimen de financiamiento es caracterizado por las distintas formas de cubrimiento de la deuda que se derivan de las relaciones entre deudores y acreedores. Minsky llama a estos tipos





de financiamiento: cubierto (hedge), especulativo y Ponzi. En el primer tipo de financiamiento, los empresarios cubren los intereses y amortizan la deuda; en el segundo, sólo pueden cubrir los intereses; y en el tercero no pueden cubrir ni los intereses ni la deuda y se genera una espiral de endeudamiento.

En este sentido, es la propia dinámica de la economía capitalista la que lleva a una estructura financiera inestable que conduce a deflaciones de deuda, al colapso de los activos y depresiones (1992b). Por otro lado, los desequilibrios que resultan de esta estructura inestable del sistema capitalista no son originados en choques exógenos, sino que obedecen a las fuerzas internas del mismo sistema (Minsky, 1982). Para Minsky, el tiempo histórico, no el tiempo lógico de la teoría neoclásica, es clave para entender la hipótesis de inestabilidad financiera. La deuda de ayer es validada por las inversiones de hoy, y las inversiones de hoy son validadas por los ingresos futuros. La respuesta neoclásica propone que los beneficios se determinan por la productividad marginal del capital, lo cual no es posible en una economía sometida al

desequilibrio permanente y a las fluctuaciones de la producción. Una vez se acepta la hipótesis del funcionamiento cíclico de la economía, el análisis a través de la función de producción resulta irrelevante.

Un aspecto importante del planteamiento de Minsky es lo que se denomina la paradoja de la tranquilidad: actuando en un marco de crecimiento de la economía, las empresas esperan que el crecimiento se mantenga hacia el futuro y se incrementa, por tanto, el endeudamiento para aumentar las inversiones. A medida que avanza este comportamiento los actores económicos toman confianza; anticipan un crecimiento regular que se produce efectivamente. La incertidumbre disminuye y el porvenir está concebido como la extrapolación del pasado. Esta confianza creciente en el porvenir lleva a las empresas a endeudarse y a invertir mucho más. Los precios también aumentan, lo que permite a las empresas aumentar su endeudamiento, gracias a un efecto de apalancamiento positivo, a pesar del crecimiento de los desequilibrios. La fragilidad financiera de las empresas crece. Las altas tasas de interés, resultado del incremento de las necesidades de financiamiento, ponen en dificultades a las empresas sobreendeudadas. La intervención de las autoridades monetarias como prestamistas de última instancia puede atenuar las tensiones. Pero las expectativas optimistas terminan por retrotraerse, las empresas reducen su actividad y el crecimiento cae.



Sin embargo, es posible que los especuladores sigan generando nueva deuda para mantener su posición. El proceso llega a su final cuando el banco central eleva las tasas de interés o, simplemente, cuando los bancos se asustan y reducen el crédito a algunos deudores arriesgados, provocando su quiebra. La caída de unos arrastra al conjunto de la economía, el crédito se reduce, la inversión cae, la deuda resulta insostenible y el pánico se apodera de los mercados financieros. Si el banco central no actúa como prestamista de última instancia, la crisis financiera se puede profundizar, convirtiéndose en sistémica cuando las deudas sobre la solvencia de un banco

llevan a la retirada masiva de los fondos en ése y en los demás bancos.

Esta es la lectura de las crisis financieras recientes, en particular el caso argentino. El modelo de convertibilidad anticipó una situación de crecimiento que se mantendría hacia el futuro. El aval de los organismos financieros internacionales a la política monetaria del país austral, condujo a un incremento sostenido de la afluencia de capitales externos que invirtieron grandes cantidades de dinero en el país austral, en el sistema financiero, energético y de telecomunicaciones. Sin embargo, el entorno internacional cada vez más adverso, signado por crisis financieras, recesión en los países industrializados, llevaron a las economías vecinas (como el caso de Brasil) a devaluar sus monedas, lo cual hizo que el peso argentino se revaluara y sus exportaciones empezaran a perder competitividad en los mercados internacionales. Esta situación condujo a una recesión severa que duró cerca de tres años y, por ende, las empresas sobreendeudadas que anticiparon una situación de estabilidad y de crecimiento sostenido se vieron obligadas a incumplir sus pagos.

Desde la perspectiva evolucionista planteada por Schumpeter, la innovación también juega un papel importante en el desarrollo del sistema financiero. Cada día son más sofisticados los instrumentos financieros, lo cual permite la creación de dinero de manera incesante por parte del sistema financiero, contradiciendo la hipótesis monetarista de que la velocidad del dinero es constante. Además, este permanente proceso de innovación contradice también el enfoque de equilibrio en competencia perfecta en la medida en que los mercados se encuentran en permanente desequilibrio.

Ligado al proceso de cambio permanente expresado en la innovación de nuevos instrumentos y procedimientos financieros se da el fenómeno del proceso de selección, definido como la capacidad de determinados intermediarios financieros para sobrevivir en el mercado y por la tendencia de otros a desaparecer. Este tipo de selección caracteriza la competencia en el sector finan-

ciero, por cuanto aquellas entidades con mayor ventaja tecnológica y mayor capacidad innovativa sobreviven, frente a otros que no tienen esta misma capacidad. Además, aquellos intermediarios que tuvieron iniciativa no sólo en los momentos de auge, sino también en los de crisis, pueden aumentar su participación en el conjunto del sistema.

Otro proceso que puede complementar el principio de inestabilidad financiera desarrollado por Minsky está relacionado con lo que los evolucionistas denominan el "principio de herencia" (Metcalf, 1998). Los líderes de una empresa transfieren a sus futuros herederos sus prácticas comerciales, organizativas y las capacidades para mantener o no el proceso de innovación. Si esas prácticas organizativas y gerenciales van en contravía del proceso de innovación, el resultado es negativo no sólo para la empresa sino para el sector en su conjunto, y viceversa. En el sector financiero colombiano, las "mejores prácticas" han sido las prácticas especulativas, que se han heredado en los distintos grupos financieros. Prácticas especulativas que han estado en la raíz de las crisis financieras en las décadas del ochenta y del noventa.

La Crisis Financiera y el Racionamiento del Crédito en Colombia

En la crisis financiera colombiana se presenta el fenómeno de inestabilidad financiera planteado anteriormente. Después del auge del crédito a principios de la década, determinado por la paradoja de la tranquilidad, vino el fuerte descenso del crédito, a consecuencia del incumplimiento de las deudas, que a su vez estuvo influenciado por la mayor crisis económica que haya padecido la economía colombiana durante el siglo XX.

La primera señal de que el proceso no sería nada agradable se presentó en 1998 en el comportamiento de las captaciones. En efecto, a partir del tercer trimestre de 1997 éstas desaceleraron su ritmo de crecimiento, al pasar de 24.4% en septiembre a 23.2% en diciembre. Y esto a pesar de que el PIB trimestral crecía a tasas superiores al 4% en los dos últimos trimestre de 1997. La recesión



económica empieza en junio de 1998, cuando el PIB apenas crece 1.8% y sus puntos más críticos se presentaron en el segundo y tercer trimestre de 1999, con fuertes contracciones de -6.1 % y -6.6%, respectivamente (Ver Gráfica No. 1).

Por su parte, el comportamiento de la cartera es típico de estos procesos de crisis, ya que a pesar de que la economía había tomado el sendero del abismo, ésta se comportó como si la situación fuese favorable. En efecto, mientras el PIB decreció un -1% en el tercer trimestre de 1998, la cartera se incrementó en un 32.9%, el crecimiento más alto de los últimos siete trimestres. Es decir, mientras los deudores empezaron a incumplir sus pagos y a solicitar nuevos créditos para solventar una situación crítica que empezaba a generalizarse, los banqueros se aprovechaban de la situación para seguir especulando con créditos concedidos a altas tasas de interés, “generando nueva deuda para mantener su posición”.

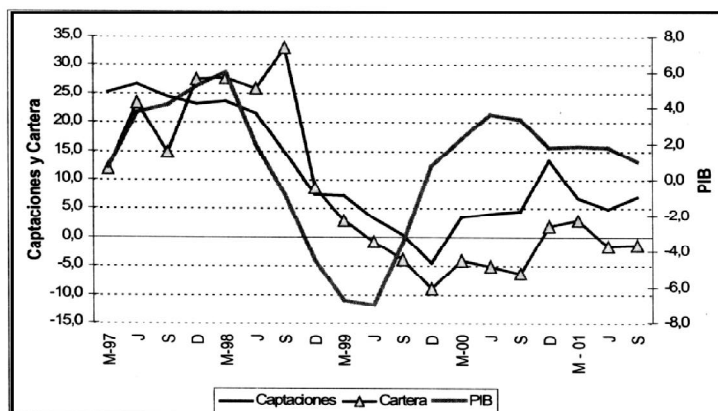
De ahí en adelante la historia es bien conocida. Las captaciones siguieron disminuyendo hasta tener comportamientos negativos (en enero de 2002, las captaciones decrecieron - 4.6%), y la cartera mantuvo una variación negativa durante seis trimestres consecutivos (desde marzo de 1999 a junio de 2000). A pesar de que se recuperó levemente

te a finales de 2000, aún mantiene comportamientos negativos, lo cual es la manifestación ineludible de lo que los financistas llaman el “credit crunch”⁴.

La crisis financiera también ha venido acompañada de una reducción dramática de las utilidades del sistema financiero. Al finalizar 1999 los establecimientos de crédito presentaron pérdidas por \$2.4 billones, superiores en \$448 mil millones a las observadas en 1998. Las mayores pérdidas se concentraron en los bancos oficiales (\$1.7 billones). En el caso particular de los bancos, al finalizar 1999 las pérdidas alcanzaron un nivel de \$1.9 billones, de los cuales \$1.7 billones correspondieron a los bancos oficiales, \$61 mil millones a los bancos privados de capital colombiano, y \$125 mil millones a los bancos extranjeros.

La crisis económica lleva al incumplimiento de los pagos y la situación de los deudores se torna particularmente crítica, dado que empiezan a incrementarse los bienes recibidos en pago y las cuentas por cobrar se triplican entre 1998 y 1999. Como resultado de lo anterior la calidad de la cartera se deteriora, especialmente la cartera hipotecaria. Los deudores hipotecarios acorralados por los altos intereses, el desempleo y la agobiante crisis económica se ven obligados a presentar demandas que determi-

GRÁFICA No. 1
CAPTACIONES, CARTERA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO EN CIUDADES CAPITALES
1997 - 2001



Fuente: Superintendencia Bancaria y DANE

nan cambios en el régimen de financiación de vivienda y llevan a la crisis del sistema UPAC, que durante veinte años rigió la financiación de vivienda en el país.

Por parte del sistema financiero, la respuesta es frenar el crédito, incrementar los márgenes de intermediación e invertir en papeles seguros (TES del gobierno nacional). Esta es la lectura de la crisis financiera reciente. Una crisis económica aguda presiona la estructura del balance del sector financiero con pérdidas cuantiosas y con un desplome de las captaciones y de la cartera que no se veían desde la crisis financiera de los ochenta.

Algunos analistas económicos señalan que el problema principal provino del entorno regulatorio y no de los mecanismos propios de funcionamiento de la economía capitalista, tal como ha sido descrito desde el enfoque de Minsky. En efecto, Clavijo(2000) señaló que la crisis financiera fue el resultado del “grave desajuste fiscal y las inconsistencias entre el manejo cambiario y la política monetaria, particularmente durante los años 1995–1999”; Carrasquilla (2000), también planteó que las excesivas cargas tributarias y regulatorias eran un cuello de botella para la recuperación del sector; Jorge H. Botero, expresidente de la Asociación Bancaria, también planteó en su momento que la crisis financiera se acentuó con la mayor inestabilidad de las reglas de juego, la hostilidad regulatoria contra el sector y la tendencia a fomentar peligrosamente la cultura del no pago. Esta hostilidad regulatoria hacía referencia clara a los fallos de la Corte Constitucional que, entonces, obligaron a las autoridades monetarias a cambiar la fórmula de cálculo para las tasas de interés de los préstamos de vivienda. En ese mismo sentido, contra la ingerencia de la Corte Constitucional, se pronunció Salomón Kalmanovitz (2000) al señalar que los fallos de la Corte iban en contravía del desarrollo a largo plazo de la economía colombiana.

No es el propósito de este artículo plantear un análisis o una discusión sobre el entorno regulatorio y los polémicos fallos que se dieron en ese entonces. Sin embargo, uno



de los planteamientos que se hizo en ese momento sostenía que después de que se aclarara el entorno regulatorio con una nueva Ley de Vivienda y demás medidas que tomaran las autoridades monetarias y de vigilancia que superaran el excesivo énfasis en el salvamento de la banca pública y el alivio a los deudores, el crédito se recuperaría. En el 2003 se produjo una leve recuperación del crédito, pero aún se está lejos de alcanzar los niveles de antes de la crisis.

Las relaciones entre el sector financiero y el sector real en este momento de crisis son bastante complejas. De nada han valido las grandes inyecciones de capital a la banca cuando el sector industrial no se ha beneficiado de este proceso. En la época de fuerte crecimiento de la economía entre los años 1993–1995, el crédito se dirigió básicamente a financiar la construcción de viviendas y cuando llega la crisis económica y éstas empiezan un proceso de deterioro patrimonial, el sector financiero se resiente y empiezan los problemas, que sumados a los que se han señalado anteriormente, dan inicio a la crisis económica y financiera actual.

Lo que queda claro de las crisis recientes es que el sector financiero se separa cada



vez más de la economía real. Lo demuestra el hecho de que el principal instrumento de inversión financiera del sector son los papeles del Estado, que no están dirigidos precisamente a reactivar la economía, sino a cubrirse por los riesgos que implica soltar el crédito en una economía vulnerable como la nuestra. Para los intermediarios financieros es más rentable invertir en estos papeles que reponer el desgaste de la capacidad productiva de la economía, con lo que la producción empieza a deteriorarse, se envejece la infraestructura productiva y el país se mantiene en el atraso tecnológico, porque las inversiones no se dirigen a renovar esta infraestructura sino a rentar del negocio financiero. En una coyuntura como la actual, la recuperación del aparato productivo no sólo depende de que se recupere el sector financiero y se supere el embotellamiento del crédito: también requiere que se modifiquen estos parámetros de funcionamiento y de relaciones entre el sector financiero y el sector real de la economía, lo cual sólo puede surgir de una reestructuración a fondo del sector.

CONCLUSIONES

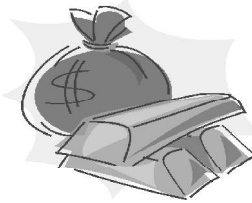
La crisis financiera de 1998-1999 en nuestro país y el posterior estancamiento del crédito ha develado las contradicciones en que se mueven las relaciones entre el sector financiero y el sector productivo de la economía. El rol que cumple el crédito en la economía es permitir el desarrollo de nuevas inversiones y por esa vía servir al crecimiento económico. El grado de profundización financiera de una economía, medido por la relación entre el *stock* de activos del sector financiero y el producto interno bruto, permite impulsar el crecimiento económico. Cuanto más se desarrollen los mercados de crédito y de capital, más crece una economía y, por ende más fácilmente alcanza estados superiores de bienestar. Sin embargo, la experiencia reciente, no sólo en Colombia sino en la mayoría de países en desarrollo, parece rechazar esta hipótesis, a pesar de evaluaciones empíricas realizadas particularmente por aquellos autores que

actúan dentro del marco de la teoría estándar del crecimiento económico.

Una de las enseñanzas de la crisis reciente es que lo que se denomina «grado de profundización financiera» en la literatura actual está asociado con un proceso mucho más complejo que se relaciona con la globalización de los mercados financieros y con la financiarización de las economías. Los flujos de capital a escala internacional se mueven sin control y se dirigen a aquellos países que muestran altas tasas de interés, las cuales a su vez son el resultado de políticas de estabilización para evitar explosiones inflacionarias. En la fase ascendente del ciclo, los agentes económicos, movidos por lo que Minsky denomina la paradoja de

la tranquilidad, extrapolan el pasado hacia el futuro y reducen su grado de incertidumbre. Los negocios florecen, la demanda es estimulada por la abundancia de créditos hacia el sector privado y en particular hacia los hogares. Cuando empieza la fase de declive de la economía, las quiebras se suceden una tras otra y las empresas se declaran imposibilitadas de continuar con sus pagos normales al sistema financiero. Igualmente los hogares se ven afectados fuertemente por un creciente desempleo. Se pasa de un régimen «estable» a uno «inestable».

La financiarización de la economía, por su parte, es un fenómeno típico de este proceso de globalización de los mercados financieros, donde las inversiones ya no se dirigen a renovar el aparato productivo de una economía sino a rentar de manera creciente del negocio financiero. Al interior de las grandes corporaciones es prioritario saber colocar los excedentes de liquidez en el sistema financiero y obtener por esa vía incrementos de las utilidades, ampliar la capacidad productiva de la empresa. Las altas tasas de interés son el aliciente que permite que las inversiones se muevan en el terreno de la especulación financiera y no en el de la inversión productiva. De esta manera, a largo plazo se genera un estancamiento económico, lo cual contradice la hipótesis de que a mayor profundización mayor crecimiento económico.



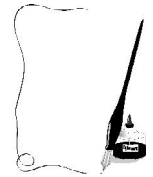
La hipótesis de inestabilidad financiera planteada por Minsky permite entender mejor los procesos subyacentes a la crisis financiera del período reciente en nuestro país. El creciente endeudamiento de las empresas y hogares, motivados por la abundancia del crédito, llevó a que se pasara de un régimen de financiamiento estable, donde los ingresos presentes venían validando las deudas del pasado, a un financiamiento inestable, donde los ingresos presentes cada vez más se alejaban de la posibilidad de cumplir con las obligaciones contraídas en el pasado, lo cual se vio agravado por los choques exógenos que vivió la economía a raíz de las crisis asiática y rusa en 1997 y 1998. La recesión económica lleva al incumplimiento de los pagos, tanto de las empresas como de los hogares, y, en consecuencia, las instituciones financieras se ven obligadas a acudir al prestamista de última instancia para poder salir de la crisis.

Una de las consecuencias de esta crisis fue la desaparición de instituciones de carácter cooperativo y la absorción de algunas otras por instituciones financieras más consolidadas, lo mismo que las fusiones que se dieron al interior de la banca, en un proceso de selección donde las entidades con mayor fortaleza y con mayor presencia en el mercado sobrevivieron, mientras que aquellas

entidades débiles y que no fueron capaces de innovar en el mercado, desaparecieron.

El entorno regulatorio fue mostrado por algunos críticos como una de las causas principales de la crisis. La denominada hostilidad regulatoria de la Corte Constitucional apareció como una de las principales causas del estancamiento del crédito, en la medida en que según estos críticos, se premiaba la cultura del no pago. Si bien los aspectos regulatorios pueden incidir en la crisis, no son determinantes. De hecho, las sentencias de la Corte Constitucional clarificaron el panorama de la regulación, especialmente en lo que tenía que ver con los créditos hipotecarios, favoreciendo a muchos deudores que vieron esfumarse su patrimonio de un momento a otro, como consecuencia de la “profundización financiera” y de las altas tasas de interés.

A pesar de la disminución de las tasas de interés en el período reciente, el crédito no ha alcanzado las cifras anteriores a la crisis. Los mayores riesgos derivados de la fase posterior a la crisis, generan cautela entre los intermediarios financieros, los cuales no se aventuran a conceder créditos de manera abundante como en el período previo a la crisis. A pesar de que la cartera ha crecido de manera significativa





en 2003 (en junio creció 15,5% con respecto al mismo período del año anterior), no ha alcanzado los niveles de crecimiento que tenía en 1998, los cuales fueron superiores al 20%. La ausencia de mayores créditos es una barrera importante para facilitar la recuperación plena del sector productivo de la economía. De todas maneras, en la actualidad les resulta más

rentable a los intermediarios financieros invertir en títulos del gobierno, cuyas transacciones superaron en 2003 el 70% del monto total transado en la Bolsa de Valores de Colombia, lo que indica que el sector financiero prefiere esperar antes que abrir prematuramente las compuertas del crédito.

NOTAS

¹ Las opiniones expresadas por los autores en este artículo no comprometen las instituciones para las que laboran.

² Según Levine (1997), los mejores sistemas financieros son aquellos que identifican los proyectos más rentables, se esfuerzan en el control corporativo, movilizan ahorros, proveen facilidades para la administración del riesgo y facilitan las transacciones.

³ «Ha llegado la hora de establecer un nuevo consenso de «tercera vía», más allá del pensamiento único neoliberal de Washington:

una visión equilibrada de los mercados y el Gobierno, una negativa a confundir los medios (como la privatización y la liberalización) con los fines, y una concepción más amplia de esos fines (no un PIB mayor, no un aumento de las rentas de unos pocos, sino el establecimiento de un crecimiento democrático, equitativo y equilibrado)». Artículo publicado en el *El País*, España, mayo de 2001.

⁴ ANIF es optimista frente a la reactivación del crédito y señala que hay signos evidentes de que se está saliendo del «credit crunch» (Anif, Informe Semanal No. 675, marzo de 2003).

BIBLIOGRAFÍA

Agosin, Manuel (1997). «*Entrada de capitales y desempeño de la inversión: Chile en los años noventa*». En: French-Davis y Reisen (comp.) *Flujos de capital e inversión productiva*. McGraw Hill.

Asociación Bancaria (2000). «*Los establecimientos de crédito*». Febrero.

Barajas, A., Steiner, R. y Salazar, N. (1999). *Interest Spreads in Banking in Colombia*. 1974 - 98, IMF Staff Papers, Vol. 46, No. 2, June.

Botero, J. H. (2000). *Informe a la Convención de la Asobancaria*. Junio.

Calvo, G. (1995). «*Varieties of Capital - Market Crises*». University of Maryland, Abril 30.

Carrasquilla, A. y Arbeláez, M. (2000). *La política financiera entre 1998 y el 2000: su impacto sobre las entidades de crédito*. CEDE, Uniandes.

Chesnais, F. (1996). «*Introduction générale*». En : Chesnais, F(ed). *La mondialisation financière*. París, Syros.

Clavijo, S. (2000). «*Hacia la multibanca en Colombia: retos y «retazos» financieros*». Convención Asobancaria, Junio.

Comisión de la Verdad (2000). «*Causas y responsables de las pérdidas del sector financiero estatal*». Febrero.

Crafts, N. (1999). «*East Asian Growth Before and After the crisis*». IMF Staff Papers, Vol 42. No. 2.

———(2000). «*Globalization and growth in the Twentieth Century*», IMF Working Papers, Marzo.

De Brunhoff, S. (1996). «*La instabilité monétaire internationale*». En : Chesnais, F(ed). *La mondialisation financière*. París, Syros.

French-Davis, Ricardo y Reisen, Helmut (1997). «*Los flujos de capital y el desempeño de la inversión: una síntesis*». En: French-Davis y Reisen (comp.). *Flujos de capital e inversión productiva*. McGraw Hill.

Giraldo, C., et al (1998). *Crisis fiscal y financiera en América Latina*. Bogotá, TM Esap.

Kalmanovitz, S. (2000). "La Corte Constitucional y la capitalización de intereses". Mimeo, Marzo.

Khan, Mohsin y Abdelhak Senhadji (2000). "Financial Development and Economic Growth: An Overview". IMF Working Paper, No. 209, Diciembre.

King, Robert and Ross, Levine (1993). "Finance and growth: Schumpeter might be right". Quaterly Journal of Economics, August.

Levine, R. (1997). "Law, finance and economic growth". University of Virginia, Julio.

Melo, A. (1989). "Fragilidad financiera y fuga doméstica de capitales en el sector productivo colombiano (1970 - 1984). Lecturas de Economía. No. 29, mayo-agosto.

Metcalf, J. S. (1998). "Evolutionary economics and creative destruction". Routledge, Londres.

Minsky, H. (1992). "The financial instability hypothesis". The Jerome Levy Economics Institute, WP 74, Mayo.

———(1982). *Inflation, recession and economic policy*. Brighton, Sussex, Wheatsheaf Books.

———(1991). "Financial crises: systemic or idiosyncratic". The Jerome Levy Economics Institute, WP 51, abril.

———(1992b). "The capital development of the economy and the structure of financial institutions". The Jerome Levy Economics Institute, WP 72, enero.

Miotti, E., et al (1999). "L'Amérique Latine dans la crise financière internationale". En: *Problèmes d'Amérique Latine*. No. 33.

Montenegro, A. (1983). "La crisis del sector financiero colombiano". *Ensayos Sobre Política Económica*. Diciembre.

Okina, Konio, et al (1999). "Financial market globalization: present and future". *Monetary and Economic Studies*. Diciembre.

Plihon, D. (1996). "Déséquilibres mondiaux et instabilité financière". En: Chesnais, F. (ed). *La mondialisation financière*. París, Syros.

Salama, P. (1996). "La financiarisation excluante". En: Chesnais, F. (ed). *La mondialisation financière*. París, Syros.