



UNIVERSIDAD  
**NACIONAL**  
DE COLOMBIA

# **Banca privada e inversionistas institucionales en países emergentes: un análisis histórico del sistema financiero colombiano para el periodo 1985-2014**

**Carlos José Ortiz Bonilla**

Universidad Nacional de Colombia  
Facultad de Ciencias Económicas  
Bogotá, Colombia

2016



# **Banca privada e inversionistas institucionales en países emergentes: un análisis histórico del sistema financiero colombiano para el periodo 1985-2014**

**Carlos José Ortiz Bonilla**

Tesis presentada como requisito parcial para optar al título de:  
**Magíster en Ciencias Económicas**

Director:

Mg. Gabriel Misas Arango

Línea de Investigación:

Teoría de la regulación

Grupo de Investigación:

Teoría de la Regulación

Universidad Nacional de Colombia

Facultad de Ciencias Económicas

Bogotá, Colombia

2016



*A mis padres y mis hermanas*



## Resumen

El presente documento es una evaluación histórica del sistema financiero colombiano a lo largo del periodo comprendido entre los años 1985 y 2014, concentrada en el desempeño de los establecimientos de crédito y las administradoras de fondos de pensiones. Estos agentes tendieron, durante este periodo, a la destinación de los recursos captados de la población hacia los mercados financieros, profundizando así el fenómeno de la financiarización, en lugar de dirigirlos hacia el sector productivo, para así generar empleo y garantizar la reproducción de la sociedad. El rubro preferido por los dos agentes aquí evaluados son los títulos valores y los instrumentos financieros transables, los cuales son considerados por la institucionalidad como moneda, pero su control está fuera del alcance del Banco de la República, es decir, es una moneda privada. Esta se ha incrementado en las últimas décadas y para el año 2014 representó el 75% de los agregados monetarios en Colombia. La moneda privada depende de la estabilidad del país en donde es utilizada y del país en donde fue creada; ante un choque externo que afecte su valor, esta busca refugio en la moneda pública, el 25% restante, pero esta no es suficiente para soportarla debido a la diferencia de tamaño. La privatización de la moneda, dinámica derivada de la financiarización, ha provocado un incremento en la inestabilidad del sector financiero, una superposición de este al sector real y una elevación de la probabilidad de una crisis sistémica en el país.

**Palabras clave:** Financiarización, sistema financiero, sector financiero, moneda, bancos, inversionistas institucionales

## Abstract

This document is a historical evaluation of the Colombian financial system throughout the period 1985-2014, focused on the performance of the financial establishments and the pension funds. Throughout this period, these agents tended to allocate the resources of

the population to the financial markets, thus deepening the phenomenon of financialization, instead of directing them towards the real sector, in order to generate employment and guarantee the reproduction of society. The preferred item for the two agents evaluated here are securities and tradable financial instruments, which are considered by the institution as currency, but their control is beyond the reach of the Central Bank (Banco de la República), that is, it is a private currency. This has increased in the last decades and by the year 2014 represented 75% of the monetary aggregates in Colombia. The private currency depends on the stability of the country where it is used and the country where it was created; before an external shock that affects its value, this seeks refuge in the public currency, the remaining 25%, but this is not enough to support it due to the difference in size. The privatization of the currency, a dynamic derived from financialization, has led to an increase in the instability of the financial sector, an overlapping of this to the real sector and an increase in the probability of a systemic crisis in the country.

**Keywords: Financialization, financial system, financial sector, currency, banks, institutional investors**

# Contenido

	Pág.
<b>Resumen .....</b>	<b>VII</b>
<b>Lista de gráficos.....</b>	<b>XI</b>
<b>Lista de tablas .....</b>	<b>XIII</b>
<b>Introducción .....</b>	<b>1</b>
<b>1. Capítulo 1. Una historia del sistema financiero colombiano: 1985-2014.....</b>	<b>3</b>
1.1 Banca privada en Colombia: 1985-2014 .....	5
1.1.1 Un escenario pre-liberalización: 1985-1990 .....	5
1.1.2 Liberalización financiera, auge y crisis: 1990-2000 .....	15
1.1.3 Reestructuración financiera, crecimiento y concentración de la banca: 2001-2014.....	33
1.2 Las Administradoras de Fondos de Pensiones en Colombia .....	44
1.2.1 Antecedentes .....	44
1.2.2 Ley 100 de 1993: del sujeto de derecho al cliente de mercado .....	45
1.2.3 Crecimiento y concentración en las AFP .....	49
<b>2. Capítulo 2. Un acercamiento teórico a la financiarización y la privatización de la moneda</b>	<b>57</b>
2.1 Financiarización.....	58
2.1.1 La financiarización: desde el concepto.....	58
2.1.2 La financiarización: desde el proceso.....	61
2.2 La moneda como institución .....	65
2.3 La privatización de la moneda: la institución en la financiarización .....	68
<b>3. Capítulo 3. Financiarización y privatización de la moneda en Colombia .....</b>	<b>73</b>
3.1 Financiarización en Colombia .....	73

X Banca privada e inversionistas institucionales en países emergentes: un análisis histórico del sistema financiero colombiano para el periodo 1985-2014

---

3.1.1	Nuevos tenedores de activos financieros.....	74
3.1.2	Ahorro laboral y pensional a los mercados financieros .....	79
3.1.3	Crecimiento y concentración en el sector financiero .....	82
3.2	Privatización de la moneda .....	83
<b>4.</b>	<b>Conclusiones .....</b>	<b>87</b>
	<b>Bibliografía .....</b>	<b>89</b>

## Lista de gráficos

Gráfico 1-I Número de establecimientos de crédito: 1989-1994 .....	20
Gráfico 1-II Desempeño de los establecimientos de crédito: 1989-1994 .....	21
Gráfico 1-III Ingresos y utilidades. Establecimientos de crédito: 1989-1994 .....	22
Gráfico 1-IV Inversiones I. Establecimientos de crédito: 1989-1994 .....	23
Gráfico 1-V Inversiones II. Establecimientos de crédito: 1989-1994 .....	24
Gráfico 1-VI Desempeño de los establecimientos de crédito: 1995-2001 .....	28
Gráfico 1-VII Ingreso y utilidades. Establecimientos de crédito: 1995-2001 .....	28
Gráfico 1-VIII Número de establecimientos de crédito: 1995-2001 .....	30
Gráfico 1-IX Destino de inversión. Establecimientos de crédito: 1995-2001 .....	32
Gráfico 1-X Desempeño de los establecimientos de crédito: 2002-2014 .....	36
Gráfico 1-XI Ingresos y utilidades. Establecimientos de crédito: 2002-2014 .....	37
Gráfico 1-XII Destino de Inversión. Establecimientos de crédito: 2002-2014 .....	41
Gráfico 1-XIII Número de establecimientos de crédito: 2002-2014 .....	42
Gráfico 1-XIV Participación en los activos. Grupos de establecimientos de crédito .....	43
Gráfico 1-XV Número de AFP: 1995-2001 .....	47
Gráfico 1-XVI Desempeño de las AFP: 1995-2001 .....	48
Gráfico 1-XVII Ingreso y Utilidades. Administradoras de Fondos de Pensiones: 1995-2001 .....	48
Gráfico 1-XVIII Destino de Inversión. Administradoras de Fondos de Pensiones: 1995-2001 .....	49
Gráfico 1-XIX Desempeño de las AFP: 2002-2014 .....	50
Gráfico 1-XX Ingresos y utilidades. Administradoras de Fondos de Pensiones: 2002-2014 .....	51
Gráfico 1-XXI Destino de Inversión. Administradoras de Fondos de Pensiones: 2002-2014 .....	52

XII Banca privada e inversionistas institucionales en países emergentes: un análisis histórico del sistema financiero colombiano para el periodo 1985-2014

---

Gráfico 1-XXII Número de AFP: 2002-2014 .....	53
Gráfico 1-XXIII Participación de las AFP según el total de sus activos: 2005 .....	54
Gráfico 1-XXIV Participación de las AFP según el total de sus activos: 2014 .....	54
Gráfico 3-I Saldo de activos financieros por sector: 1996-2006.....	75
Gráfico 3-II Saldo de activos financieros por sector: 2007-2014.....	75
Gráfico 3-III Posición financiera neta por sector: 1996-2006 .....	76
Gráfico 3-IV Posición financiera neta por sector: 2007-2014.....	78
Gráfico 3-V Composición del pasivo financiero de las sociedades no financieras: 1996-2006.....	78
Gráfico 3-VI Composición del pasivo financiero de las sociedades no financieras: 2007-2014.....	79
Gráfico 3-VII Agregados monetarios en Colombia: 1985-2016.....	85

## **Lista de tablas**

Tabla 1-I Entidades privadas y/o mixtas después de la crisis de 1982-1986 ..... 13

Tabla 1-II Entidades oficiales después de la crisis de 1982-1986..... 14

XIV Banca privada e inversionistas institucionales en países emergentes: un análisis  
histórico del sistema financiero colombiano para el periodo 1985-2014

---

# Introducción

Ninguna de las crisis económicas internacionales presentadas a lo largo de las últimas cuatro décadas posee un origen diferente a un auge en el ciclo financiero: crisis de la deuda latinoamericana en la década de 1980, crisis bancarias latinoamericanas en la misma década, crisis de 1987 en Estados Unidos, crisis latinoamericanas de fin de siglo, crisis asiática en 1997, moratoria rusa en 1998, crisis de las “.com” en el 2001, crisis del Atlántico Norte en el 2008, entre otras. En todas y cada una de ellas el sistema financiero ocupó un rol fundamental ya sea como originador u originador/potenciador.

Esta relevancia del sector financiero en la actividad económica, de la cual nunca ha carecido, se ha hecho más evidente en los últimos años cuando los gobiernos, las empresas y los hogares han volcado sus esfuerzos, objetivos y capital hacia los mercados propios de este sector, profundizando así un fenómeno denominado financiarización. Este, a pesar de su antigüedad, la misma que del crédito, hoy toma matices más oscuros.

El fenómeno de la financiarización se presenta con mayor profundidad en aquellos países cuyos mercados financieros son más sofisticados: Estados Unidos, Inglaterra o Japón. La búsqueda de beneficios a través y solo a través del sector financiero es más explícita en estos que en otros. No obstante, esto no excluye a países desarrollados con sistemas financieros menos avanzados ni tampoco a los países en vía de desarrollo con un sector financiero aún incipiente. En estos últimos es donde la profundización del fenómeno se torna más preocupante dada la falta de solidez de su estructura económica: carecer de un sistema económico sostenible pero con un sistema financiero boyante, la probabilidad de crisis sistémica es más elevada.

Colombia, perteneciente a este grupo, por ejemplo, posee una economía que se ha caracterizado en los últimos cincuenta años por un cambio sectorial: esta ha pasado de ser una economía jalonada por la agricultura y una incipiente industria, a ser una economía sostenida por el sector servicios, entre estos, el sector financiero. A pesar de

no poseer las dimensiones ni la sofisticación de los países desarrollados, desde la liberalización financiera de 1990 este último ha crecido aceleradamente y su comportamiento determinó, la mayoría de las veces, el bienestar y la estabilidad de la economía en general.

El objetivo principal de este documento es hacer una evaluación del sistema financiero colombiano a partir de un análisis histórico del periodo comprendido entre 1985 y el año 2014, para así caracterizarlo y concluir acerca de su evolución, las dinámicas propias recientes y las implicaciones que esta pueda tener sobre la economía colombiana en particular y la sociedad en general. Adicionalmente, el documento pretende seguir un orden investigativo evaluación-observación-teoría-conclusión, acostumbrado por la historia, en lugar del orden teoría-comprobación-conclusión, como es acostumbrado en la economía. La justificación de esto es que en el primero se concluye después de observar y en el segundo ya se ha concluido antes de.

Para llevar a cabo ambos objetivos, la estructura del texto estará dividida en cuatro partes: la primera, una presentación de la evolución histórica del sistema financiero colombiano desde 1985 hasta el año 2014, centrada en solo dos agentes: establecimientos de crédito y administradoras de fondos de pensiones; la segunda, un acercamiento comprensión teórica en torno a la financiarización y una de las implicaciones desprendida de esta, la privatización de la moneda; la tercera, un análisis del sistema financiero colombiano a partir del marco teórico presentado en el capítulo anterior; y la cuarta, las conclusiones.

# 1. Capítulo 1. Una historia del sistema financiero colombiano: 1985-2014

Antes de empezar con la evaluación histórica del sistema financiero colombiano de las últimas tres décadas, ha de aclararse los agentes a tener en cuenta, las variables desde las cuales se va a observar a dichos agentes a lo largo del período mencionado y las herramientas metodológicas que se utilizarán en el capítulo. Esto con el fin de facilitar la comprensión al lector y beneficiar la estructura del documento en su totalidad.

El sistema financiero colombiano está conformado por tres categorías de agentes: establecimientos de crédito, sociedades de servicios financieros y otras instituciones financieras (Uribe, 2013). Entre los primeros se encuentran: bancos, compañías de financiamiento tradicional, corporaciones financieras, compañías de financiamiento especializadas en leasing y cooperativas financieras. Uribe (2013) afirma que,

La principal función de los establecimientos de crédito es de canalizar recursos de los agentes superavitarios de la economía hacia los deficitarios, mediante la captación de fondos del público en moneda legal, para su posterior colocación por medio de préstamos y otras operaciones activas. (pág. 3)

En la segunda categoría, las sociedades de servicios financieros, se encuentran: sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, sociedades fiduciarias, almacenes generales de depósitos, sociedades comisionistas de bolsa, sociedades administradoras de inversión, sociedades de intermediación cambiaria y de servicios financieros especiales. Según Uribe (2013), “este tipo de entidades no cumplen con la labor tradicional de intermediación de recursos. En particular, el papel de este grupo de entidades es el de prestar asesoría financiera especializada en la administración de recursos.” (pág. 6). No obstante, en el caso de las administradores de fondos de

pensiones y cesantías, estas captan el ahorro pensional del público y lo destinan a diversas operaciones en los mercados financieros como, por ejemplo, el mercado de deuda pública tanto nacional como internacional o el mercado de acciones, hechos que evidencian su actividad como intermediador de recursos. Esto se mostrará más adelante.

En la última categoría, las otras instituciones financieras, se encuentran las instituciones oficiales especiales, las cuales hacen referencia a entidades de redescuento (Finagro, Findeter, Fondo Nacional del Ahorro, Financiera de Desarrollo Nacional, Bancoldex, Icetex y Fonade) (Uribe, 2013); las sociedades de capitalización y las sociedades aseguradoras, cuya labor como inversionistas institucionales en los mercados financieros ha incrementado su importancia en las últimas décadas (Uribe, 2013).

Aunque un estudio detenido de todas y cada una de las entidades financieras anteriormente enunciadas es necesario, su envergadura supera los límites y los objetivos del presente documento. Por tanto, se han escogido aquellas que tienen, a consideración de quien hilvana estas palabras, mayor participación en los mercados financieros y una relación más directa con la economía real (sector primario y secundario): los establecimientos de crédito y las administradoras de fondos de pensiones en su rol de inversionistas institucionales.

A partir de esto, el presente documento se enfocará en cuatro aspectos fundamentalmente: 1) el crecimiento del sistema financiero en general, observando el comportamiento histórico de las variables principales propias del sistema financiero dentro del período especificado; 2) cambios en la legislación: haciendo hincapié en las relaciones de ruptura directas entre lo legal y lo económico; 3) evolución de los establecimientos de crédito y las administradoras de fondos de pensiones: con énfasis en el surgimiento de nuevas entidades, la desaparición de antiguas y su composición (privadas, públicas); y 4) empleo de los recursos captados: esto con el fin de identificar el destino de los recursos de los ahorradores en Colombia cuando se emplea al sistema financiero como canal de transferencia. La elección arbitraria de estos aspectos no implica que otros no serán tenidos en cuenta; de existir algo adicional relevante para la investigación, se sumará a través del mismo sistema de análisis que se desarrolla a lo largo del documento.

## **1.1 Banca privada en Colombia: 1985-2014**

### **1.1.1 Un escenario pre-liberalización: 1985-1990**

El período que precede a la liberalización financiera y apertura comercial de la década de 1990 en Colombia se caracterizó, por una parte, por una inestabilidad y posterior estancamiento en el mercado de capitales internacional con consecuencias devastadoras sobre las economías latinoamericanas, fruto del shock petrolero de 1973 y la arbitraria elevación de la tasa de interés estadounidense llevada a cabo por la Reserva Federal, encabezada por Paul Volcker, que concluiría con una moratoria generalizada a lo largo de la región durante la década de 1980 y desencadenaría ulteriores recesiones; y por otra, por una crisis financiera doméstica en Colombia que obligaría al gobierno nacional a reestructurar el andamiaje legal y la composición de los bancos con el fin de contrarrestar las implicaciones que estos hechos conjuntos tendrían sobre la economía en general.

Antes de empezar y dado que los mercados financieros gozan de una inestabilidad inherente, es preciso esbozar un marco teórico para comprender con mayor facilidad las dinámicas de los ciclos financieros. Este es el desarrollado por Charles Kindleberger, economista e historiador económico estadounidense, quien describió la repetición de los ciclos financieros a partir del estudio de las crisis del sector. Este autor afirmó que aunque no tienen regularidad fija o frecuencia, si poseen similitudes que le permitieron sintetizar este tipo de ciclos en cinco fases:

- 1) Auge: fase que sigue a una recesión aun descenso en el ciclo económico y se caracteriza por un crecimiento robusto del sector real impulsado por la inversión, la cual se financia con la expansión del crédito y crea expectativas optimistas como resultado del incremento en el precio de los activos; 2) Euforia: ascenso constante fuera de control en relación con los ingresos y la aceleración de la subida de precio de los activos. Se da una infravaloración del riesgo, se incrementa la deuda y se extiende entre los países si hay flujo libre de capitales; 3) Paroxismo y desaceleración: las debilidades se ven reflejadas en los balances a medida que el apalancamiento apoya el ascenso desmedido de los precios; 4) Instauración del pesimismo: las dos fuerzas que impulsan la crisis financiera son el aumento de la aversión al riesgo de los acreedores de liquidez (prestamistas) y la obsesión de los mismos por recuperar la liquidez; 5) Deflación y reestructuración de los

balances: en esta fase el desendeudamiento está en juego y el fin de la crisis depende de las autoridades públicas. Las pérdidas son difíciles de absorber y la quiebra es inminente. (Aglieta & Rigot, 2009, pág. 22)

### *CRISIS DE LA DEUDA LATINOAMERICANA*

El contexto internacional de este escenario pre-liberalización parte después de que el ejército egipcio fuese obligado a retroceder por las fuerzas militares israelíes en octubre de 1973 y el Consejo de Seguridad de la Organización de las Naciones Unidas (ONU) los instara con éxito a un cese al fuego. Como consecuencia, una fracción de las naciones árabes productoras de petróleo adoptó “una estrategia coordinada para usar el ‘oro negro’ como instrumento de presión en contra de Estados Unidos y también para fortalecer su control sobre los recursos naturales”. (Marichal, 2010, pág. 180). El precio del petróleo se duplicó y las exportaciones a Estados Unidos fueron embargadas por apoyar a Israel. Esto desembocó en un decaimiento prolongado de la inversión en los países industriales (Europa occidental, Estados Unidos, Japón) y un posterior debilitamiento de la industria.

La recesión provocada por este hecho, sin embargo, no generó un estancamiento en los recursos financieros, sino que, por el contrario, “produjo un sorprendente aumento de los flujos de capitales a escala mundial, canalizados hacia deudas soberanas de los países en desarrollo y, en especial, hacia Latinoamérica.” (Marichal, 2010, pág. 181). Se dio una competencia entre bancos nacionales venidos a internacionales por colocar recursos en el mercado mundial, “generalmente en la forma de créditos sindicados a tipos de interés variables, que se modificaban con la tasa LIBOR (London Interbank Offer Rate) de tres o seis meses.” (Bértola & Ocampo, 2013, pág. 248). Los banqueros, algunos de vieja data y otros nuevos, con la asesoría e intermediación de las entidades financieras multilaterales (FMI, Banco Mundial) consideraron que los gobiernos que adquirirían los empréstitos podían garantizar el servicio a la deuda debido a su nueva condición de exportadores de materias primas y al nuevo auge petrolero que favoreció a países de la región como México. De esta manera, se incrementó el financiamiento externo para la región latinoamericana y se dio inicio a una etapa de auge y euforia. Como contraparte se fueron ensanchando los déficits comerciales y fiscales de los países que lo aprovecharon. La estabilidad del juego financiero en que se involucraron los gobiernos

latinoamericanos, además de la banca privada de los mismos países, dependía directamente de la estabilidad de las tasas de interés y de las monedas nacionales.

Entre 1979 y mediados de 1982, Paul Volcker, jefe de la Reserva Federal de la época, aumentó radicalmente el nivel de las tasas de interés en los mercados financieros de Estados Unidos. La justificación detrás de esta política fue un control doméstico de la inflación, insostenible según Volcker para la economía estadounidense pero ignorando toda repercusión posible sobre la economía internacional (Marichal, 2010). Las consecuencias sobre el servicio de la deuda latinoamericana fueron directas: dada la naturaleza variable de las tasas a que se contrataron las deudas, su incremento disparó el servicio a la deuda y las obligaciones de las naciones latinoamericanas superaban su capacidad de pago. A esto se agregó una caída en los precios de las materias primas. Entre 1980 y 1982, los gobiernos latinoamericanos se vieron obligados a adquirir nuevos préstamos a muy corto plazo y con altas tasas de interés con el fin de sanear el pasivo de sus balances. “Entonces se hizo patente que existían apenas dos alternativas para salir del atolladero: la suspensión de pagos o la renegociación de las deudas.” (Marichal, 2010, pág. 209). La economía latinoamericana entró en una nueva etapa de desaceleración y deflación con México a la cabeza.

Cuando el precio del petróleo comenzó a caer nuevamente en 1981, México, productor principal de América Latina, agotó sus reservas de divisas. Como consecuencia su moneda se devaluó y persistió su devaluación hasta el año siguiente. (Thorp, 1998) En agosto de 1982, el secretario de Hacienda de México anunció a la comunidad financiera internacional que el gobierno mexicano ya no estaba en condiciones de cubrir el servicio de la deuda. En septiembre se nacionalizaron todos los bancos y se impusieron controles cambiarios.

México fue tal vez el caso más convulso e ilustrativo de la crisis de la deuda latinoamericana, pero dicha crisis se extendería por toda la región. Países como Argentina o Brasil recorrieron el camino trazado por México: exportaciones limitadas por la recesión internacional y un fuerte nivel de endeudamiento externo que repercutía con altos costos sobre la balanza de pagos (Thorp, 1998). Estos tres países se convirtieron

en los protagonistas de la crisis: la participación de los tres en la deuda de los países más endeudados<sup>1</sup> estaba por encima del 61% para 1975, 57,7% para 1978, 57.1% para 1982, 55.2% para 1985 y 54.1% para 1988 (Avella, 2007, págs. 575, ver Cuadro 16). Para 1983, no obstante, los países de la región estarían involucrados en renegociaciones de la deuda con sus acreedores o a punto de iniciarlas.

En palabras de Bértola y Ocampo (2013, pág. 252), “la situación se tornó crítica debido a la persistencia de las condiciones adversas y a las débiles respuestas de las políticas internacionales frente a la crisis latinoamericana”. Díaz-Alejandro (1984) afirmó frente a ello que:

Lo que pudo haber sido una recesión grave pero manejable se ha convertido en una gran crisis de desarrollo, sin precedente desde principios de la década de los treinta, debido principalmente al derrumbe de los mercados financieros internacionales y a un cambio abrupto de las condiciones y las reglas de los préstamos internacionales. (pág. 335)

La reacción de los países industriales, al contrario de lo que afirman Bértola y Ocampo, no se hizo esperar pero no con el fin de salvaguardar los intereses de los deudores y evitar una profundización de la crisis fiscal que los afectaba, y que los afectó a lo largo de la década de 1980, sino con el fin de contrarrestar la situación de “desventaja” de los acreedores: “las veinte mayores entidades del mundo eran responsables de un 50% de los préstamos internacionales a los países en desarrollo.” (Marichal, 2010) La presión de las naciones industrializadas y de los organismos multilaterales no le permitió a la región latinoamericana una declaración de moratoria firme. La solución fue una serie de cuatro rondas de diálogos entre acreedores y deudores, después de las cuales se dio inicio a una capitalización de los intereses de las deudas y, por consiguiente, un incremento en el saldo total de la deuda. Se saneó la deuda con deuda a favor de los bancos comerciales. Se puede afirmar, por el lado de Colombia, que este se situaba entre los más endeudados de la región y otros países en vía de desarrollo, pero su saldo no se comparaba con el de los grandes deudores latinoamericanos: para los años de 1975, 1978, 1982 y 1985, el saldo de la deuda externa bruta era de 3.76, 5.10, 10.31 y 14.25

---

<sup>1</sup> Brasil, Argentina, México, Perú, Chile, Colombia, Bolivia, Costa Rica, Costa de Marfil, Ecuador, Jamaica, Marruecos, Nigeria, Filipinas, Yugoslavia, Uruguay y Venezuela.

millones de dólares respectivamente, frente a los 53.29, 103.56, 223,65 y 251.42 millones de dólares que sumaron los protagonistas de la crisis (Brasil, México y Argentina) para la mismos años. Sin importar la diferencia entre los montos de deuda, mientras la región reestructuraba su deuda, Colombia, según Avella (2007), buscó fortalecer sus relaciones con los organismos multilaterales: Fondo Monetario Internacional (FMI) y Banco Mundial (BM). Con el FMI se acordó un programa de ajuste macroeconómico que estaría bajo su monitoria; y con el BM se negociaron nuevos programas de financiamiento. Cabe destacar el primero de ellos, firmado entre el gobierno colombiano y el sindicato bancario por mil millones de dólares el 17 de diciembre de 1985: el crédito Jumbo, el cual se convertiría en el primer crédito con recursos frescos otorgado a un país latinoamericano.

#### *CRISIS BANCARIA DOMÉSTICA: 1982-1986*

El accidentado contexto internacional que afectó a la región latinoamericana estuvo acompañado, en Colombia, por una crisis financiera doméstica. Los grandes conglomerados bancarios, por diferentes razones (relajamiento jurídico, desregulación, prácticas inadecuadas, especulación), alteraron el funcionamiento del sistema financiero y obligaron a las autoridades económicas a intervenirlos.

La crisis colombiana de 1982-1986 guarda relación directa con la bonanza del sector externo que se describió con anterioridad durante la década de 1970 y con la bonanza cafetera de fines de la misma década. La entrada masiva de divisas que desencadenaron ambos hechos generó un auge especulativo de la intermediación financiera, provocando un incremento en la liquidez disponible para la economía en general y la apertura de una etapa de euforia. Este hecho favoreció al endeudamiento industrial y puso presión sobre la demanda, acelerando los precios. En efecto, la inflación fue característica de la economía colombiana a lo largo de la década de 1980.

La falta de regulación frente al acceso a capital financiero, de la cual gozaban los bancos, dio cabida al desarrollo de “innovaciones financieras” perjudiciales para la economía real. Esta carencia de regulación se caracterizó principalmente por: 1) una falta de normatividad apropiada sobre la calificación de cartera; 2) excepción de requisitos de capital a los Certificados de Depósito a Término (CDT) a más de 30 días; y 3) permisividad frente a valorizaciones desmedidas sobre el capital de los bancos. (Ocampo

J. A., 2015) Todo condujo a un incremento del apalancamiento con reconocimiento tardío de las pérdidas.

Las “innovaciones financieras”, producto de la regulación deficiente, no eran más que prácticas fraudulentas llevadas a cabo por los bancos denominadas “autopréstamos”, donde el ahorro público captado por los establecimientos de crédito se canalizaba hacia la financiación de actividades del grupo financiero al cual pertenecían en inversiones financieras o en adquisición de empresas.

Seguido de las fases de auge y euforia en los ciclos financieros se encuentra la fase de paroxismo y desaceleración. En esta, la única forma de soportar el ascenso desmedido del valor de los activos es a través del apalancamiento. Cuando este se hace incontenible, le sucede el pánico, la deflación y el desajuste de los balances (Aglieta & Rigot, 2009). En los primeros meses de 1982 se presentaron las primeras manifestaciones de crisis con la pérdida de confianza del público en algunas entidades financieras. En julio del mismo año, la Superintendencia Bancaria liquidó las entidades financieras pertenecientes al ‘Grupo Correa’, titular del Banco Nacional, uno de los más grandes e importantes establecimientos de crédito de la época. “Prácticamente, entonces, coincidieron el fin de los ciclos de auge del crédito externo y del interno.” (Caballero & Urrutia, 2006, pág. 107)

Con la crisis empezada después de la intervención de la Superintendencia Bancaria, el 8 de octubre de 1982 se expidió el Decreto Ley 2920, “por el cual se dictan normas para asegurar la confianza del público en el sector financiero colombiano (pág. 1).” Este le permitió oficializar el Banco del Estado, cabeza del ‘Grupo Mosquera’, en lugar de que fuera liquidado y así poder evitar pánicos y corridas bancarias.

A partir de ese momento, las autoridades económicas buscaron evitar, a través de todo tipo de instrumentos legales, una debacle financiera doméstica aún más profunda. Se expidieron leyes destinadas a expandir la liquidez, a corregir las prácticas inadecuadas (autopréstamos) y a aliviar a los deudores sin descuidar las relaciones de patrimonio entre el sector real y financiero (Ocampo J. A., 2015). Esto empezó con la expedición del Decreto Ley 3742, el 23 de diciembre de 1982, “por el cual se declara el Estado de Emergencia Económica.” (pág. 1)

La expansión de la liquidez se dio en medio de una recesión de la actividad productiva, producto de la contracción del crédito y la aversión al riesgo de los acreedores de liquidez. Esta expansión solo puede darse a partir del resurgimiento e intervención de la fuente de liquidez “inagotable”: el Banco Central cumpliendo el papel de prestamista de última instancia, última fase del ciclo financiero. En 1983, la Junta Monetaria autorizó al Banco de la República la apertura y asignación de cupos de crédito de emergencia a los sectores productivos afectados por la recesión. Adicionalmente, se abrieron líneas de crédito para que, a partir de obras de transporte o trabajos en el sector energético, se reactivara la actividad económica y se generara empleo. Asimismo, la Junta Monetaria dispuso la creación de dos fondos de capitalización, uno para empresas del sector productivo y otro para entidades financieras. (Caballero & Urrutia, 2006)

A pesar de las medidas legales tomadas por las autoridades, el debilitamiento del sector financiero colombiano ya se había profundizado. En 1983, la entidad financiera más importante del país, el Banco de Colombia, presentaba problemas de solvencia. Las autoridades enfrentaban una situación más compleja que las anteriores con el ‘Grupo Correa’ y el ‘Grupo Mosquera’, caracterizada por: el tamaño y el número de las entidades involucradas y su interrelación; violación de normas bancarias y cambiarias; y el impacto que esto podría tener sobre la economía real.

Las dificultades del Banco de Colombia partieron de las prácticas inadecuadas del ‘Grupo Grancolombiano’, al cual estaba adscrito el banco. Este captó a través del Banco y otras entidades financieras un gran volumen de ahorro público y lo destinó a la adquisición de empresas y financiación de industrias propias, hecho contraproducente cuando el apalancamiento no pudo ser soportado y se encontraron estas en estado de insolvencia. Durante 1984 y 1985 la situación empeoró y la crisis interna se profundizó. La administración del Banco de Colombia suspendió el pago de sus deudas contraídas con entidades financieras del exterior con consecuencias negativas sobre el conjunto de bancos acreedores de la economía colombiana: el sector externo limitó la financiación de estos y se llegó al punto de que la línea de crédito dejaría de estar suspendida para Colombia hasta que el Banco de Colombia resolviese su situación. De la misma manera, el sector privado, que también aprovechó el auge del crédito, exigió especial atención sobre sus deudas y se hizo necesaria una reestructuración de estas. El impacto que esto podría tener sobre la inflación de los balances debía ser mitigado.

En 1985 la situación del Banco de Colombia en particular y del 'Grupo Grancolombiano' en general se agravó. El gobierno nacional buscó, como lo hiciera a través del Decreto Ley 2920 de 1982, mantener la confianza del público en la institucionalidad financiera. Como resultado se implementó uno de los dos atractores de las crisis financieras actuales: los fondos de aseguramiento de recursos financieros (el otro es el concepto de prestamista de última instancia). El 20 de diciembre de 1985, el Congreso de la República aprobó la Ley 117, por la cual se creó el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (FOGAFIN), inspirado en la experiencia española.

La Ley, en su segundo artículo, estableció que:

El objeto general del Fondo consistirá en la protección de la confianza de los depositantes y acreedores en las instituciones financieras inscritas, preservando el equilibrio y la equidad económica e impidiendo injustificados beneficios económicos o de cualquier otra naturaleza de los accionistas y administradores causantes de perjuicios a las instituciones financieras.

Dentro de este objeto general, el Fondo tendrá las siguientes funciones: a) Servir de instrumento para el fortalecimiento patrimonial de las instituciones inscritas; b) Participar transitoriamente en el capital de las instituciones inscritas; c) Procurar que las instituciones inscritas tengan medios para otorgar liquidez a los activos financieros y a los bienes recibidos en pago; d) Organizar y desarrollar el sistema de seguro de depósito y, como complemento de aquel, el de compra de obligaciones a cargo de las instituciones inscritas en liquidación o el de financiamiento a los ahorradores de las mismas; e) Colaborar con las autoridades en la liquidación de instituciones financieras intervenidas; y f) Asumir temporalmente la administración de instituciones financieras, para lograr su recuperación económica. (Congreso, Ley 117 de 1985, 1985, págs. 2-3)

En los primeros días, posteriores a la creación del Fondo, se oficializó el Banco de Colombia y otras dos compañías financieras del Grupo Grancolombiano. Caballero y Urrutia (2006) agregan que:

“Por primera vez se utilizó la figura de la “reducción simplemente nominal” del capital de las entidades recién oficializadas, con el cual precio de las acciones existentes se fijaba en un centavo de peso. Una vez ordenada esta reducción del

capital, el fondo procedía a sustituir los créditos que las respectivas entidades habían recibido del Banco de la República y, posteriormente, a capitalizarlos y a suministrarles nuevos recursos de crédito.” (pág. 118)

Después de la oficialización del Banco de Colombia, FOGAFÍN implementó la mencionada práctica en el capital del Banco Tequendama y del Banco de los Trabajadores para así capitalizarlos y contrarrestar los efectos negativos que su situación originó en el sector bancario. En 1987 se hizo lo propio con el Banco de Comercio.

En diciembre de 1986, el Gerente General del Banco de la República, Francisco Ortega, reconocía las dificultades que había atravesado el sistema financiero colombiano y las repercusiones que había tenido sobre la actividad económica colombiana. Asimismo, señalaba la recuperación paulatina del sector en el transcurso del año materializada en un aumento en la rentabilidad y por primera vez, desde el inicio de la crisis, el registro de utilidades: “el conjunto de entidades bancarias arrojó utilidades por \$ 1.696 millones durante el primer semestre del año, lo cual se comparaba favorablemente con pérdidas por \$2.369 millones en igual periodo del año anterior.” (Ortega, 1986, pág. 19)

Cabe anotar que, como consecuencia de la crisis y de las medidas tomadas por las autoridades económicas, se dio una recomposición de la propiedad del sistema financiero colombiano con un incremento de lo público pero sin sobrepasar lo privado (Ver Tabla I y II).

Tabla 1-I Entidades privadas y/o mixtas después de la crisis de 1982-1986

<b>I. Entidades privadas y/o mixtas</b>			
<b>Bancos comerciales</b>	<b>Corporaciones financieras</b>	<b>Corporaciones de ahorro y vivienda</b>	<b>Compañías de financiamiento comercial</b>
1. Anglo Colombiano	1. Colombiana	1. Ahorramás	1. Aliadas
2. de Bogotá	2. de Boyacá	2. Colmena	2. Bermúdez y Valenzuela
3. de Caldas	3. de Caldas	3. Colpatria	3. Capital
4. Colombo Americano	4. de los Andes	4. Conavi	4. Confín
5. Colpatria	5. de Occidente	5. Davivienda	5. Colpatria
6. Comercial Antioqueño	6. de Santander	6. Granahorrar	6. Coltefinanciera

7. del Comercio	7. del Norte	7. Las Villas	7. Comercia
8. de Crédito	8. del Oriente		8. Confinanciera
9. de Crédito y Comercio	9. del Tolima		9. Crecer
10. de Occidente	10. del Valle		10. Credinver
11. Extebandes de Colombia	11. Indufinanciera		11. Delta Bolívar
12. Industrial Colombiano	12. Integral		12. Diners
13. Internacional de Colombia	13. Internacional		13. Fénix
14. Real de Colombia	14. Nacional		14. Finanbolsa
15. Royal Colombiano	15. Progreso		15. Fincomercio
16. Santander	16. Suramericana		16. Finsocial
17. Sudameris Colombia	17. Unión		17. Industria
18. Caja Social de Ahorros			18. Internacional
			19. Inverestado
			20. Invercrédito
			21. Inversora
			22. La Andina
			23. Mazdacrédito
			24. Multifinanciera
			25. Provenza
			26. Serfinanza
			27. Sufinanciamiento
			28. Vehicrédito
			29. FES

Nota: tomado de Caballero & Urrutia, Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX, 2006, pp. 120-121.

Tabla 1-II Entidades oficiales después de la crisis de 1982-1986

II. Entidades oficiales			
Bancos comerciales	Corporaciones financieras	Corporaciones de ahorro y vivienda	Compañías de financiamiento comercial
1. Cafetero	1. Confiagro	1. Concasa	1. Grancolombia
2. de Colombia	2. FEN	2. Corpavi	2. Pronta
3. del Estado	3. de Cundinamarca		
4. Ganadero	4. Grancolombiana		
5. Popular	5. IFI		

6. Tequendama	6. Nacional de Turismo
7. de los Trabajadores	7. Nacional del Transporte
8. Central Hipotecario	8. Popular
9. Caja de crédito Agrario, Industrial y Minero	

Nota: tomado de Caballero & Urrutia, Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX, 2006, pp. 122.

El cuatrienio siguiente a la crisis financiera doméstica, comprendido entre 1986 y 1990, se caracterizó por: 1) una minibonanza cafetera en 1986, la cual permitió un incremento en la entrada de divisas y una recuperación de la actividad productiva; y 2) una reactivación del sector financiero jalonada por un crecimiento en los instrumentos de crédito y en los medios de pago (Banrep, 1987)

Después del paso de la crisis y con la recuperación del sistema financiero colombiano, los esfuerzos propendieron a encauzar el sector hacia una senda sostenible, flexible pero con la regulación pertinente. De esta manera, el sistema financiero podría cumplir su labor de transmutar el ahorro en inversión y de servir a la economía real como intermediarios de liquidez. No obstante, a lo largo de la década de 1990, se edificó un andamiaje legal que favoreció la liberalización financiera con fallos en el control de las entidades financieras, perjudicial para la estabilidad del sector. Adicionalmente, entraron al escenario financiero nuevos agentes captadores de ahorro público que potenciarían dicha inestabilidad, entre ellos las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP).

### 1.1.2 Liberalización financiera, auge y crisis: 1990-2000

La década de 1990 se caracterizó por el auge, crecimiento y expansión de los establecimientos de crédito colombianos, como consecuencia de la desregulación y liberalización de la cual fue objeto entre 1990 y 1995. En el año 1998, después del deterioro de los términos de intercambio y la disminución del flujo de capitales a nivel internacional a causa de la crisis asiática de 1997 y de la moratoria rusa de 1998, y la posterior exigencia de los bancos comerciales internacionales e inversionistas por el pago de la deuda de la cual eran acreedores, el sistema financiero colombiano se desaceleró y entró en una espiral descendente que arrastró no solo a los intermediarios

financieros, sino también a gran parte del sistema productivo, desatando la peor crisis a la cual se ha enfrentado el país.

### *REFORMAS FINANCIERAS: LIBERALIZACIÓN FINANCIERA Y AUGE*

En los primeros años de la década, el gobierno colombiano intentó responder, a través de las leyes, a dos demandas que hacía la nación (una real y otra creada): por una parte, la atribulada década de 1980 que había dejado una crisis financiera, una crisis política y una crisis social a su paso, planteó la necesidad de un nuevo pacto nacional que desfragmentara a la población. La respuesta a esta exigencia se consolidó en la nueva Carta Magna, la Constitución Política de 1991, la cual procuró incluir a cada una de las capas de la sociedad, expandiendo el abanico de derechos al cual esta tenía acceso.

Por otra parte, los dirigentes económicos, encabezados por el presidente de turno, César Gaviria Trujillo (1990-1994), egresados de las universidades heredadas de los fundadores de la economía ortodoxa, consideraron que el país debía insertarse abiertamente en la economía mundial, liberalizando tanto el mercado de bienes y servicios como el mercado de capitales. Dicha liberalización coincidió con el cierre de la crisis de la deuda latinoamericana, ayudado por el Plan Brady, y con un nuevo auge de los flujos internacionales de capital hacia las economías emergentes (Ocampo J. A., 2015).

### *EL BANCO DE LA REPÚBLICA EN LA CONSTITUCIÓN POLÍTICA*

En términos estrictamente económicos, los dos cambios fundamentales introducidos en la Constitución Política de 1991, se pueden resumir en dos: primero, el aumento del gasto público con el fin de garantizar los nuevos derechos económicos y sociales consagrados en la carta política; y segundo, las nuevas funciones del Banco de la República. Dado el objetivo del presente documento, solo se detallará el segundo. No obstante, se volverá al primero al hablar de la crisis de fin de siglo.

La nueva Constitución introdujo un capítulo compuesto por tres artículos (371, 372 y 373) en los cuales define las funciones, los objetivos y las limitaciones de la Banca Central en Colombia. El artículo 371 estableció que las funciones básicas del Banco de la República serán:

“regular la moneda, los cambios internacionales y el crédito; emitir la moneda legal; administrar las reservas internacionales; ser prestamista de última instancia y banquero de los establecimientos de crédito, y servir como agente fiscal del Gobierno.” (Constitución Política de Colombia, pág. 511)

Adicionalmente, todas estas deberían ejercerse coordinadamente con la política económica general.

Este artículo significó el fin de las funciones de la Banca Central como banco de fomento productivo, como se venía desarrollando desde décadas atrás bajo el modelo de Industrialización por Sustitución de Importaciones (ISI). Los argumentos de la época a favor de la reforma de dichas funciones afirmaban que, dicho crédito de fomento: primero, generaba una contradicción entre la política monetaria y la política crediticia; segundo, los objetivos del crédito de fomento no se habían cumplido ya que no se había presentado un desarrollo exitoso del sector industrial y del agropecuario; y, por último, se le daban privilegios contraproducentes a ciertos sectores económicos. El Banco de la República quedaría encargado solamente de la política monetaria, cambiaria y crediticia, además de cumplir el papel, cuando fuese necesario, de prestamista de última instancia. El artículo 371 de la Constitución se complementó con la Ley 7ª de 1991, a través de la cual se crearon el Ministerio de Comercio Exterior y dos instituciones para sustituir las acciones de fomento del Banco de la República: Proexport y Bancoldex. En adición, se sancionó en diciembre de 1992 la Ley 31, o Ley del Banco de la República,

Por la cual se dictan las normas a las que deberá sujetarse el Banco de la República para el ejercicio de sus funciones, el Gobierno para señalar el régimen de cambio internacional, para la expedición de los Estatutos del Banco y para el ejercicio de las funciones de inspección, vigilancia y control del mismo, se determinan las entidades a las cuales pasarán los Fondos de Fomento que administra el Banco y se dictan otras disposiciones. (pág. 1)

Además de especificar las funciones ya contenidas en la Constitución Política, esta ley ordenó el paso del Fondo Financiero Industrial (FFI) y el Fondo de Inversiones Privadas (FIP), entidades de fomento adscritas al Banco de la República, al Instituto de Fomento Industrial. Después de esto, el sistema de crédito de fomento quedó organizado en cinco entidades de redescuento: Bancoldex (Comercio Exterior), Finagro (Agropecuario), IFI

(Industria), Findeter (Financiamiento territorial) y FEN (Sector energético) (Ocampo J. , 2007).

De manera complementaria, el artículo 372 de la Constitución define la composición de la Junta Directiva del Banco de la República: Ministro de Hacienda, Gerente General (elegido por la Junta Directiva) y cinco miembros restantes, de los cuales dos son reemplazados por el presidente de turno. Por último, el artículo 373 estipula que “el Estado, por intermedio del Banco de la República, velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda. (pág. 512)”

### *LIBERALIZACIÓN FINANCIERA*

La reforma a las funciones del Banco de la República y la nueva Constitución Política fueron acompañadas por una reforma orgánica al sistema financiero colombiano, la cual buscaba, fundamentalmente, fortalecer al sector y reducir los elementos de “represión financiera” que, según los adeptos a la reforma, había afectado no solo el desarrollo financiero del país, sino también el crecimiento económico general.

Esta reforma empezaría con la privatización de las entidades oficiales de carácter crediticio que habían sido oficializadas durante la crisis de 1982-1986, para posteriormente hacerlo con los bancos oficiales más antiguos, los cuales fueron vendidos o liquidados. De la misma manera, se reorganizó el sistema crediticio del país al “desmontar el régimen de crédito dirigido e inversiones forzosas, con dos excepciones: los sectores agropecuario y de vivienda”. (Ocampo J. A., 2015) En el primero, los establecimientos de crédito debían destinar un monto mínimo al sector o hacer una inversión sustitutiva en títulos de Finagro. En cuanto al segundo, permaneció la obligación de destinar una proporción del crédito hipotecario a la vivienda de interés social (Ocampo J. , 2007).

La segunda parte de la reforma se dio con la puesta en marcha de la Ley 45 de 1990, “por la cual se expiden normas en materia de intermediación financiera, se regula la actividad aseguradora, se conceden unas facultades y se dictan otras disposiciones.” (pág. 1), fundamental para la reorganización del sistema financiero. En esta se dictaron, entre otras: las reglamentaciones para la salida y entrada de entidades del sector,

facilitando ambas; las autoridades que intervienen en la supervisión de las entidades del sector; se eliminaron las restricciones a la inversión extranjera; se autorizó, a partir del cumplimiento de ciertos requisitos, la participación de los bancos, las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial “en el capital de sociedades fiduciarias, de arrendamiento financiero o leasing, comisionistas de bolsa, almacenes generales de depósito y sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías...” (Congreso, Ley 45 de 1990, 1990, pág. 12). Esto último y después de la Ley 100 de 1993, de la cual se hablará en detalle más adelante, incluyó el ahorro pensional dentro de la lógica financiera. Desde esta Ley en adelante, el sistema financiero colombiano pasaría de ser un grupo de intermediarios financieros especializados a un sistema de multibanca (Ocampo J. A., 2015).

El acceso a nuevos capitales externos, generado a partir de la reforma, se complementó en 1991 con la Ley 9ª, la cual creó dos mercados de divisas: un mercado libre y otro regulado por el gobierno a través del Banco de la República. De esta manera, se eliminó el control de cambios, incrementando la posibilidad de acceso al mercado de capitales externo. Adicionalmente, autorizó que las personas naturales y jurídicas domiciliadas en el país pudieran “efectuar operaciones de cobertura en los mercados internacionales de futuros y de opciones del exterior siempre y cuando cumplan con el reglamento que para tal efecto expida la Junta Monetaria [hoy Junta Directiva].” (Ley 9ª de 1991, pág. 21)

Posteriormente, en 1993, se expidió la Ley 35,

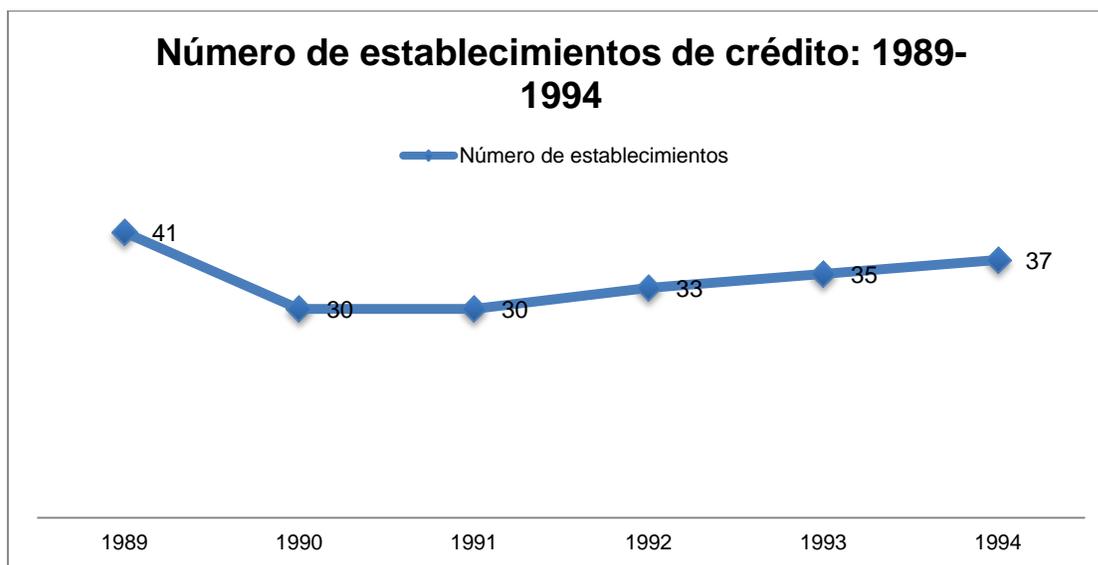
Por la cual se dictaron normas generales y se señalaron en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades financiera, bursátil y aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público y se dictan otras disposiciones en materia financiera y aseguradora. (pág. 1)

Dichas normas flexibilizaron la regulación de las entidades financieras, tanto captadoras como no captadoras de recursos del público (Guevara, 2015).

La nueva legislación que regulaba el sector financiero colombiano, la nueva Constitución Política, el incremento de los flujos internacionales de capitales y un descubrimiento de nuevos yacimientos petroleros domésticos, generaron un cambio en el comportamiento

de los agentes económicos: incremento del gasto público y privado, endeudamiento público y privado y crecimiento del consumo y de la inversión privada. (Caballero & Urrutia, 2006) Se repitió, bajo otras circunstancias pero con iguales características, un nuevo auge y euforia en el sector financiero colombiano en particular y en la economía colombiana en general. Esta coyuntura, a su vez, incrementó la vulnerabilidad de la economía colombiana ante choques externos.

Gráfico 1-I Número de establecimientos de crédito: 1989-1994

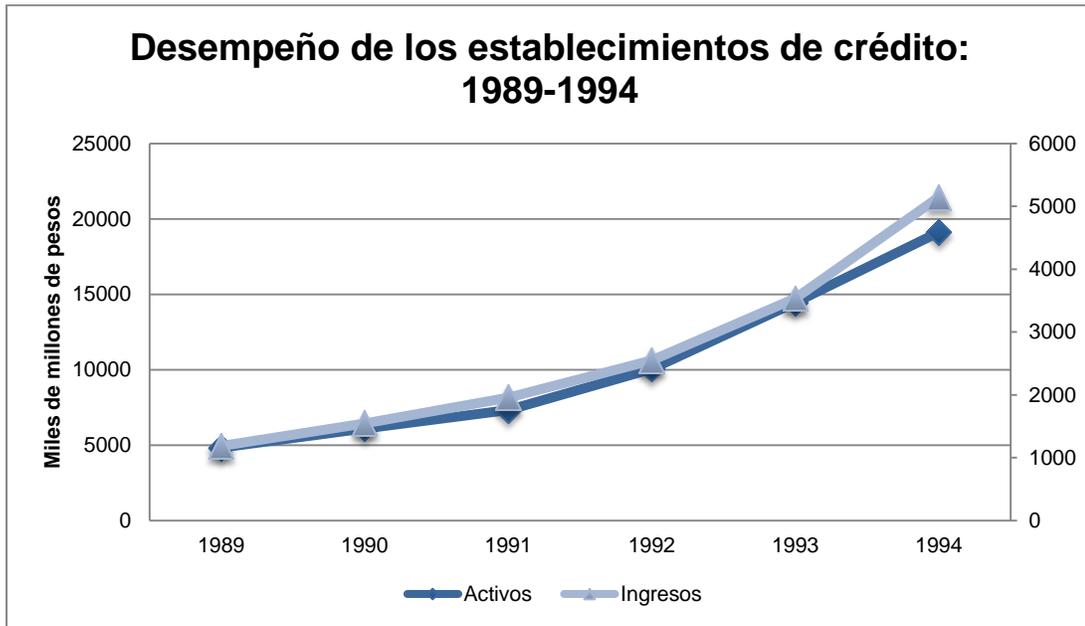


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

La primera respuesta a la nueva legislación fue una reducción de los establecimientos de crédito al empezar la década y un incremento ascendente de estos en los cinco años siguientes, como evidencia el Gráfico 1-I. Asimismo, como evidencia empírica de la repercusión de las leyes sobre los establecimientos de crédito, se puede observar en el Gráfico 1-II y 1-III, que hubo un despegue acelerado tanto de los activos como de los ingresos y de la utilidad. Los activos pasaron de representar 4 billones de pesos en 1989 a 19 billones en 1994; los ingresos pasaron de ser de 1.18 billones de pesos en 1989 a 2.5 billones en 1992, para acelerarse y representar en 1994, como respuesta a la nueva legislación, 5,1 billones de pesos. La utilidad tuvo, por su parte, aceleraciones más acentuadas: si bien después de la crisis esta decayó considerablemente, como se mencionó más arriba, ya para 1989 fue de 44700 millones de pesos, para 1991 ascendió a 101000 millones de pesos y en 1994 alcanzó la cifra de 202000 millones de pesos. En

un corto tiempo de tres años, las nuevas condiciones domésticas e internacionales y la nueva legislación le permitieron a los establecimientos de crédito duplicar su utilidad (Ver Gráfico 1-II).

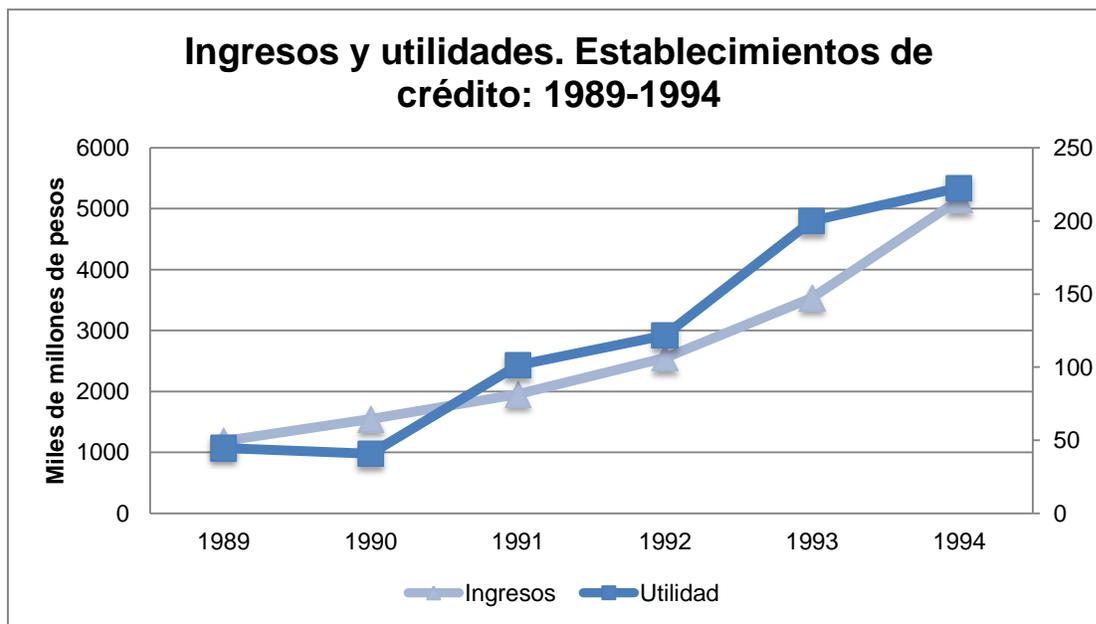
Gráfico 1-II Desempeño de los establecimientos de crédito: 1989-1994



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

De la mano de un incremento en los ingresos y en la utilidad se presenta un incremento acelerado de las inversiones: para 1989, los establecimientos de crédito invirtieron 450000 millones de pesos y para 1994 esta cifra ascendió a 1.5 billones de pesos, triplicándose en el transcurso de los cinco años, como se ve en el Gráfico 1-IV. El tipo de inversiones que aceleró el total de las inversiones fue el de las Inversiones voluntarias, compuestas, entre otras, por Inversiones en Títulos de Fomento, Cédulas del Banco Central Hipotecario, Títulos de Tesorería (TES) y bonos: estas pasaron de 80000 millones en 1989 a 769000 millones en 1993, multiplicándose así por diez en cuatro años. Es notable también el comportamiento de las Inversiones obligatorias compuestas por, entre otras, Títulos agropecuarios, Bonos Nacionales de Deuda Interna y Bonos especiales, estancadas los primeros años de la década y de las Inversiones del encaje, cuyo monto disponible fue reducido con el objetivo de eliminar elementos de represión financiera (Caballero & Urrutia, 2006).

Gráfico 1-III Ingresos y utilidades. Establecimientos de crédito: 1989-1994

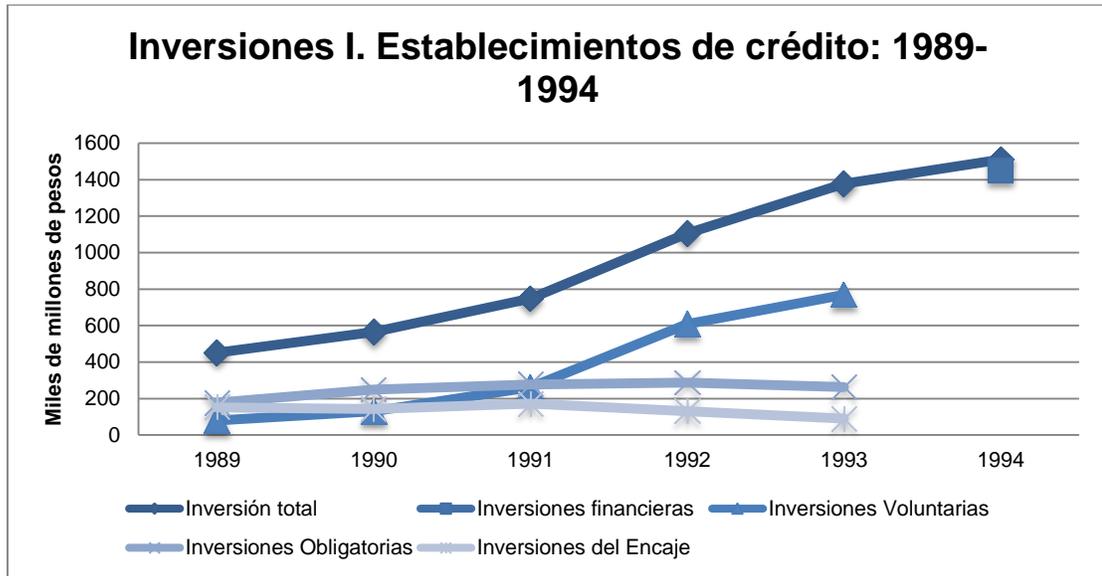


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

Adicionalmente, los establecimientos de crédito empezaron a invertir activamente en los Derechos de Recompra de Inversión, garantías colaterales en caso de situaciones adversas y en Provisiones de Inversión, el cual representa el monto que busca cubrir la diferencia entre el costo de las inversiones y el valor del mercado. Se observa que, mientras la Provisión de Inversiones sigue una tendencia ascendente, los Derechos de Recompra de Inversión presentan entre 1993 y 1994 un comportamiento atípico: de 250000 millones de pesos pasa a 63000 millones de pesos (Ver Gráfico 1-V). Esto se puede deber a un comportamiento de euforia, provocado por el fácil acceso al crédito externo, en el cual se infravalora el riesgo y se considera innecesario el soportar las inversiones con capital en caso de un choque imprevisto.

Como adenda, el cambio de la legislación contable reunió a las inversiones voluntarias, obligatorias y de encaje en la cuenta Inversiones financieras, la cual registra casi el mismo volumen de las Inversiones totales para 1994 (Ver Gráfico 1-IV). Posteriormente se dividieron en diversas cuentas, caracterizadas fundamentalmente por el tipo de renta (Fija o Variable) de las inversiones.

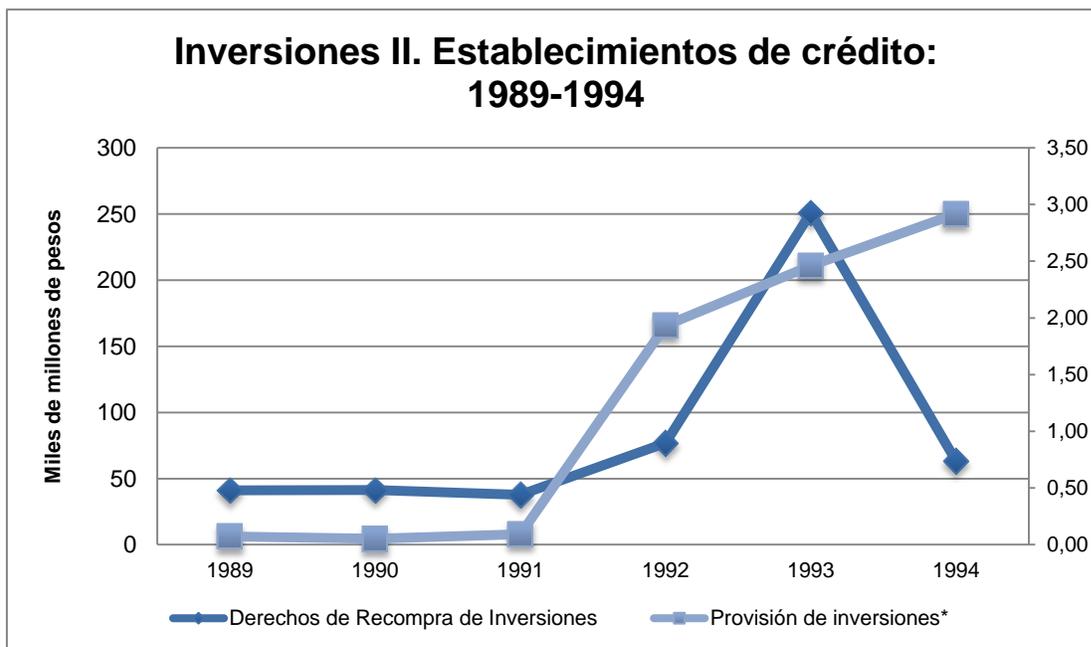
Gráfico 1-IV Inversiones I. Establecimientos de crédito: 1989-1994



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

Ocampo (2015) afirma que la contrapartida de la expansión financiera en Colombia fue el auge del mercado internacional de capitales al cual el sector privado tuvo acceso, dada la nueva legislación. El endeudamiento originado en estas etapas de auge y euforia generó situaciones de vulnerabilidad a nivel interno y a nivel externo, a las tasas de interés y a la devaluación respectivamente. El crecimiento del endeudamiento provocó un acelerado ascenso de los precios de los activos en la economía colombiana, entrando así en una nueva etapa de paroxismo: la subida de precios solo puede ser sostenida por el apalancamiento y el acceso a la deuda. Cuando la crisis asiática estalló, seguida de la moratoria rusa, se interrumpieron los flujos de capitales y la burbuja doméstica se reventó.

Gráfico 1-V Inversiones II. Establecimientos de crédito: 1989-1994



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera. Nota: \*Están compuestas por: Provisiones de Inversiones voluntarias, de Inversiones Obligatorias, de Inversiones financieras y de Inversiones del Encaje.

### CRISIS INTERNACIONAL: CRISIS ASIÁTICA Y MORATORIA RUSA

Después de “la crisis del tequila”, originada en México y con la misma sucesión de eventos que después se presentaría en Colombia (entrada masiva de capitales, endeudamiento, inflación de precios en los activos, choque externo, devaluación, fuga de capitales, crisis), el mercado internacional de capitales se concentró en Asia oriental, particularmente en China, Tailandia, Malasia, Indonesia y Filipinas, dando comienzo a un auge en la región. “Este se mantuvo hasta 1996, cuando las exportaciones industriales de los llamados “tigres asiáticos” comenzaron a decaer, en parte debido a la enorme competencia que existía entre estos países con el fin de conquistar mercados externos.” (Marichal, 2010, pág. 257). Acto seguido, los capitales de corto plazo empezaron a salir de los países y presionaron las monedas nacionales hacia la devaluación. Después de los fallidos intentos de los Bancos Centrales por salvaguardar el poder adquisitivo de sus monedas, los ‘tigres asiáticos’, con excepción de China, entraron en una crisis cambiaria. El contagio de la crisis no se hizo esperar. La crisis asiática se había presentado desde 1996 y estallado en 1997; para 1998, después de una serie de eventos desafortunados al

interior de Rusia (huelgas en el sector energético, debilidad en la gobernanza, incapacidad del Banco Central ruso para mantener el poder adquisitivo del rublo), los mercados bursátiles colapsaron debido al cambio en las expectativas de los inversores por temor a una devaluación voluntaria del rublo por parte del Banco Central. Rusia, como México en 1982, se vio obligada a declararse en moratoria.

### *CRISIS FINANCIERA DE FIN DE SIGLO*

Caballero y Urrutia (2006) atribuyen a estos choques externos la causa de la contracción económica que en los años siguientes se evidenció en Colombia: la crisis asiática había deteriorado los términos de intercambio y ocasionado un descenso en los precios de los productos básicos; y la moratoria rusa cambió las expectativas de los inversionistas, espantando los capitales extranjeros. No obstante, la crisis producto del

Exceso de gasto público y privado en la economía que condujo no solamente a un incremento en los precios de los activos –finca raíz y acciones de las empresas inscritas en las bolsas de valores- sino a un gran desequilibrio fiscal y externo. (Caballero & Urrutia, 2006, pág. 131)

Se venía gestando desde 1993, a raíz de la nueva legislación, como se mencionó anteriormente.

La crisis se dio por dos frentes, fundamentalmente: el primero, una burbuja especulativa en el sector de la construcción jalonada por el trato que se le dio a la Unidad de Poder Adquisitivo Constante (UPAC), establecida bajo la presidencia de Misael Pastrana Borrero (1970-1974) y creada como unidad de cuenta con el objetivo de “crear los canales adecuados para que capitales disponibles en la sociedad fluyeran hacia la financiación de la construcción” (Urrutia & Llano, 2012, pág. 104); y el segundo, un incremento en el endeudamiento del sector financiero a causa del fácil acceso a los mercados de capitales extranjeros.

En cuanto al sistema UPAC, el valor de esta unidad estaba sujeto a las fluctuaciones del poder adquisitivo de la moneda en el mercado doméstico. Su desarrollo, sin embargo, significó una dualidad en el sistema de ahorro nacional y el surgimiento de

contradicciones constantes acerca de su existencia, provenientes, particularmente, de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV), las cuales consideraron al UPAC un sistema imperfecto y que afectaba directamente el nivel de captación de ahorro que poseían.

En el contexto de liberalización financiera de la década de 1990, las CAV se centraron en la fórmula del cálculo de la UPAC. En palabras de Barreto (2012):

La supervivencia de las CAV en el nuevo ambiente normativo hacía perentorio que pudieran trasladar a los créditos otorgados los eventuales incrementos en la tasa de captación. Sin embargo, dada la naturaleza de esos créditos y la imposibilidad de afectar unilateralmente las tasas de interés que por estipulación contractual les aplicaban, tal traslado sólo parecía posible incorporando las variaciones de la tasa real de captación dentro de la fórmula misma de la UPAC.”(pág. 114)

Se prosiguió con la indexación de la UPAC a las tasas de interés del mercado, específicamente a la DTF y se desconectó totalmente de la tasa de inflación.

El incremento de la liquidez disponible en la economía y del endeudamiento público y privado, a causa de la nueva legislación, produjo una expansión en el crédito, sobre todo en el crédito inmobiliario. Dado que el precio de los activos no depende del juego libre entre la oferta y la demanda, sino de la percepción de la oferta acerca de la disposición para pagar por un bien por parte de la demanda, la expansión del crédito inmobiliario desató una burbuja especulativa no solo en la vivienda sino también en la construcción. Esta situación llevó a la Junta Directiva a implementar políticas de contracción monetaria, incentivando un alza en las tasas de interés del mercado. Se inició un proceso de desaceleración económica en Colombia: caída en los precios de finca raíz, en los ingresos de los hogares y un incremento en la tasa de desempleo a partir de 1996 (Ocampo J. A., 2015).

El incremento de las tasas de interés se potenció con la crisis asiática (1997) y la moratoria rusa (1998) que disminuyeron el acceso al crédito externo. Como era de esperarse, el aumento sostenido de las tasas de interés afectaron a la DTF, afectando así a la UPAC. Como consecuencia, a mediados de la década de 1990, se disparó el

monto de deudores del sistema UPAC, los cuales veían destruir su riqueza con la caída de los precios de la finca raíz y el incremento de su deuda con el alza de las tasas de interés. La disminución de liquidez hizo insostenible el pago de la deuda y las familias se vieron obligadas a evadirlo o entregar sus casas como medio de pago. Para ilustrar este escenario, de una casa que costó 30 millones de pesos en 1994, en 1998 se debían 100 millones, a pesar de que el valor de la casa fuese de 5 millones, producto de la caída de los precios de los activos de vivienda. Las entidades financieras que tuvieron que recibir los bienes inmuebles como medio de pago presenciaron un desajuste en sus balances financieros. La crisis en la cartera vencida convirtió la “crisis hipotecaria e inmobiliaria” en una crisis financiera, empezando con la paralización del crédito de 1998. De las etapas de auge, euforia se pasó a una de paroxismo y desaceleración, para concluir con un reflujó, una instauración del pesimismo y una deflación en los precios de los activos.

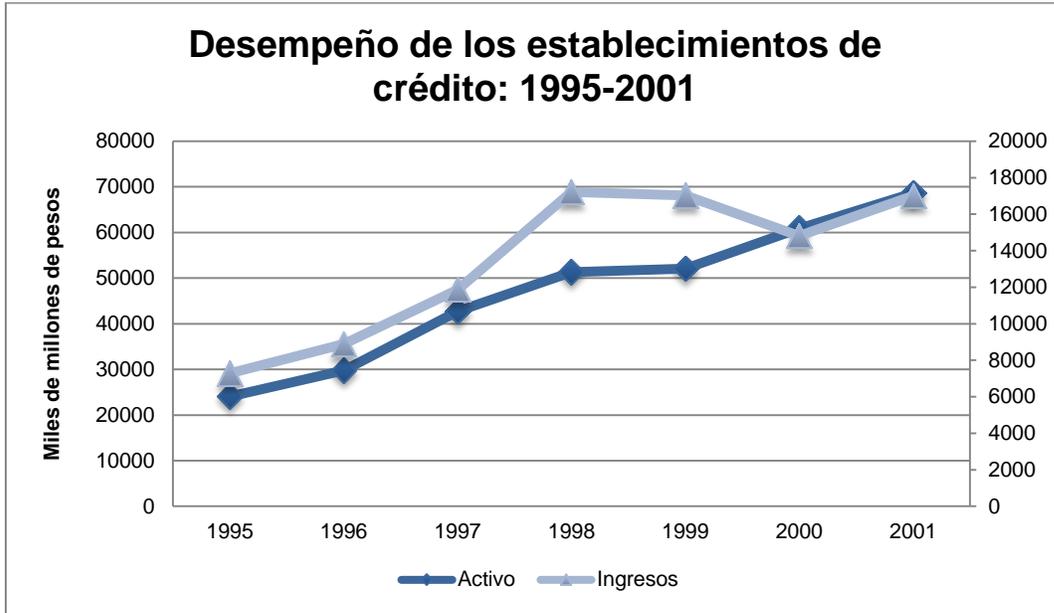
En el Gráfico 1-VI se puede observar un aumento acelerado de los ingresos de los establecimientos de crédito entre 1997 y 1998, pasando de ser 11 billones de pesos en aquél y 17 billones en este. Después de los choques externos y la contracción económica subsecuente, el ingreso se redujo en el año 2000 a 14 billones de pesos. La crisis se evidencia de la misma manera en las utilidades de los establecimientos de crédito, siendo estas pérdidas entre 1998 y el año 2000 (Ver Gráfico 1-VII).

Para superar la crisis, se necesitó de la intervención de todas las autoridades encargadas de la supervisión del sistema financiero en particular y el sistema económico en general. No obstante, la institución que en su calidad de prestamista de última instancia había sido el principal disipador de la crisis de 1980, en esta ocasión se encontró impedido dadas las nuevas regulaciones estipuladas en la Constitución Política de 1991 y la Ley 21 de 1992. En esta oportunidad, el manejo de la crisis recaería sobre Fogafín. Las primeras acciones de esta se centraron en la “banca oficial, el crédito de vivienda y la banca cooperativa.” (Ocampo J. A., 2015, pág. 130)

En efecto, las entidades más afectadas fueron las CAV: su cartera vencida se pobló de plazos de quince días para efectuar pagos. Asimismo, varios bancos hipotecarios perdieron solvencia y se hizo necesaria la intervención de estos por parte del Gobierno. Otros establecimientos de crédito reciben liquidez y apoyos para capitalizarse por parte de Fogafin y crédito del Banco de la República, en su condición de prestamista de última

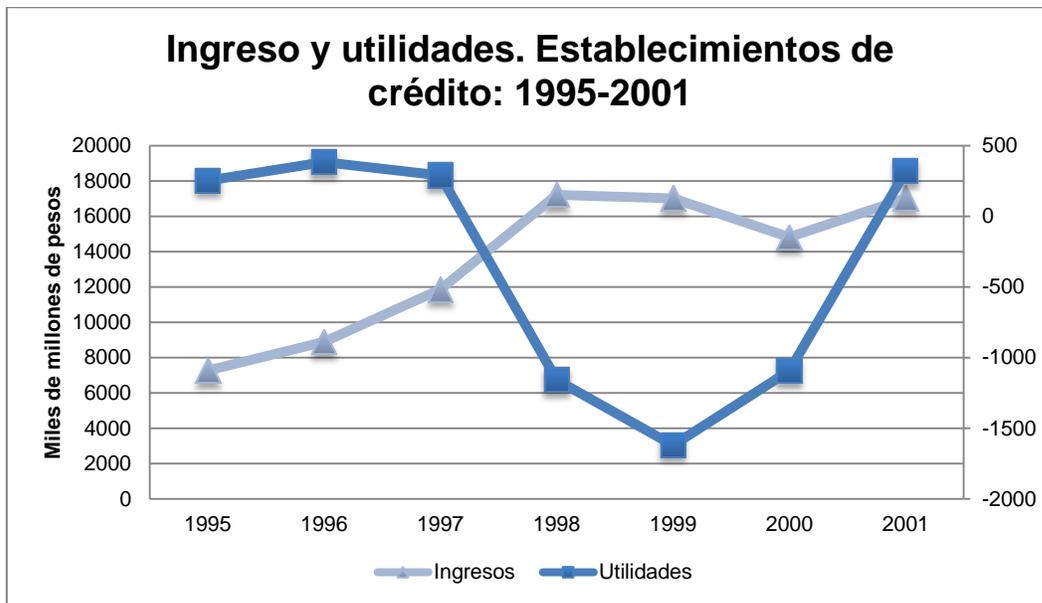
instancia (Urrutia & Llano, 2012). Sin embargo, los esfuerzos no eran suficientes para contrarrestar la crisis y el 16 de noviembre de 1998, bajo el Decreto 2330, el Gobierno, como en la crisis de 1980, declaró Estado de Emergencia Económica y Social.

Gráfico 1-VI Desempeño de los establecimientos de crédito: 1995-2001



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

Gráfico 1-VII Ingreso y utilidades. Establecimientos de crédito: 1995-2001



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

El documento es justificado por el Gobierno a raíz de que, entre otras cosas: 1) el deterioro de la situación de los establecimientos de crédito amenaza perturbar el orden económico y social; 2) la crisis financiera internacional se ha agravado y ha disminuido el flujo de capitales externos; 3) la crisis rusa y los problemas de la banda cambiaria en Brasil han frustrado la inversión extranjera en el país; 4) se han incrementado las tasas de interés; 5) se dio un descenso de los plazos promedio de los pasivos del sector financiero; 6) se presentan dificultades para garantizar liquidez a los ahorradores; 7) se ha presentado un marcado incremento de la cartera vencida; 8) las autoridades han agotado las medidas a su alcance y los recursos de Fogafin no son suficientes para cubrir las entidades; 9) la combinación entre altas tasas de interés y desempleo produjo un desbordamiento de las capacidades de pago de los deudores del sistema UPAC; 10) es necesario dotar a Fogafin de más fondos para cubrir la insolvencia de las entidades en crisis; y 11) es necesario recuperar la confianza del público a través de la recuperación de la liquidez del sistema financiero (de ahorro, cooperativo y de crédito). El artículo 1º decreta: “Declárese el Estado de Emergencia Económica y Social en todo el territorio nacional [...]” (Decreto 2330 de 1998, pág. 1)

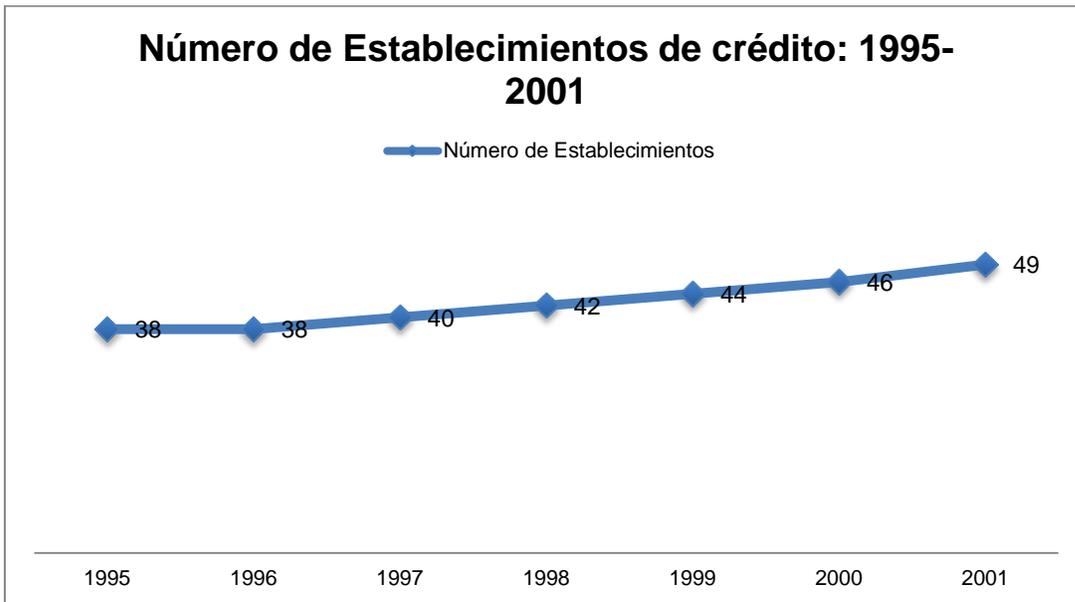
A partir de la expedición del Decreto 2330, Fogafin pudo sortear con gran éxito la turbulencia y desde diferentes frentes: 1) reestructuración y capitalización de la banca pública: el Banco Central Hipotecario fue liquidado y su cartera transferida a Granahorrar y la Caja Agraria fue sustituida por el Banco Agrario; 2) oficialización de entidades privadas: el Banco Cafetero se fusionó con Concasa y fue privatizado después de la crisis; 3) fueron suministrados fondos a los accionistas para financiar la capitalización: a partir de la expedición del Decreto 836 de 1999 se facilitó a Fogafin para entregarle a dinero a los accionistas a través de líneas de crédito para fortalecer el patrimonio del sector financiero; y 4) administración de alivios a los deudores: a través de los Decretos 2332 de 1998 y 213 de 1999, el Fondo pudo ofrecer un seguro para los deudores de crédito de vivienda de interés social (Ocampo J. A., 2015).

Conviene resaltar la Ley 510 de 1999, por la cual se implementaron reformas a algunos regímenes del sector financiero y se agilizaron las intervenciones de la Superintendencia Bancaria, de la Superintendencia de Valores y de Fogafin. Al final de la crisis habían sido 24 los establecimientos de crédito que habían sido intervenidos, entre los cuales se

destacan el Banco Andino, el Banco del Pacífico y el Banco Selfín, además de la banca cooperativa, intervenida y agrupada en Megabanco, hoy en día absorbido por el Grupo Aval. No obstante, la cantidad de establecimientos privado no disminuyó en ningún momento de la crisis, a contrario aumentó año tras año (Ver Gráfico 1-VIII).

Adicionalmente a las acciones de Fogafin, la Corte Constitucional puso fin al sistema UPAC. Se redujeron las tasas de interés de los préstamos hipotecarios pendientes y la fórmula de la nueva unidad de los préstamos hipotecarios volvió a hacerse con base en la inflación y no con base en la tasa de interés de mercado. Bajo la Ley 546 de 1999 se creó la Unidad de Valor Real (UVR), sustituta del sistema UPAC.

Gráfico 1-VIII Número de establecimientos de crédito: 1995-2001



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

Después de ser superada la crisis, se crearon nuevas instituciones para obtener un mayor suministro de información y capacidad de previsión y de control para evitar nuevas situaciones adversas. La primera de ellas fue el Departamento de Estudios Financieros del Banco de la República en el año 2000, el cual sería rebautizado dos años más tarde como Departamento de Estabilidad Financiera (Defi). Asimismo, se diseñó y se puso en marcha la Red de Seguridad Financiera, encargada de supervisar las entidades pertenecientes al sector financiero con un nivel de rigurosidad superior. Esta está

compuesta por: el Banco de la República, el Ministro de Hacienda, la Superintendencia Bancaria (Superintendencia Financiera desde 2005 cuando se fusionó con la Superintendencia de Valores), Fogafin y Fogacoop (Mecanismo de coordinación).

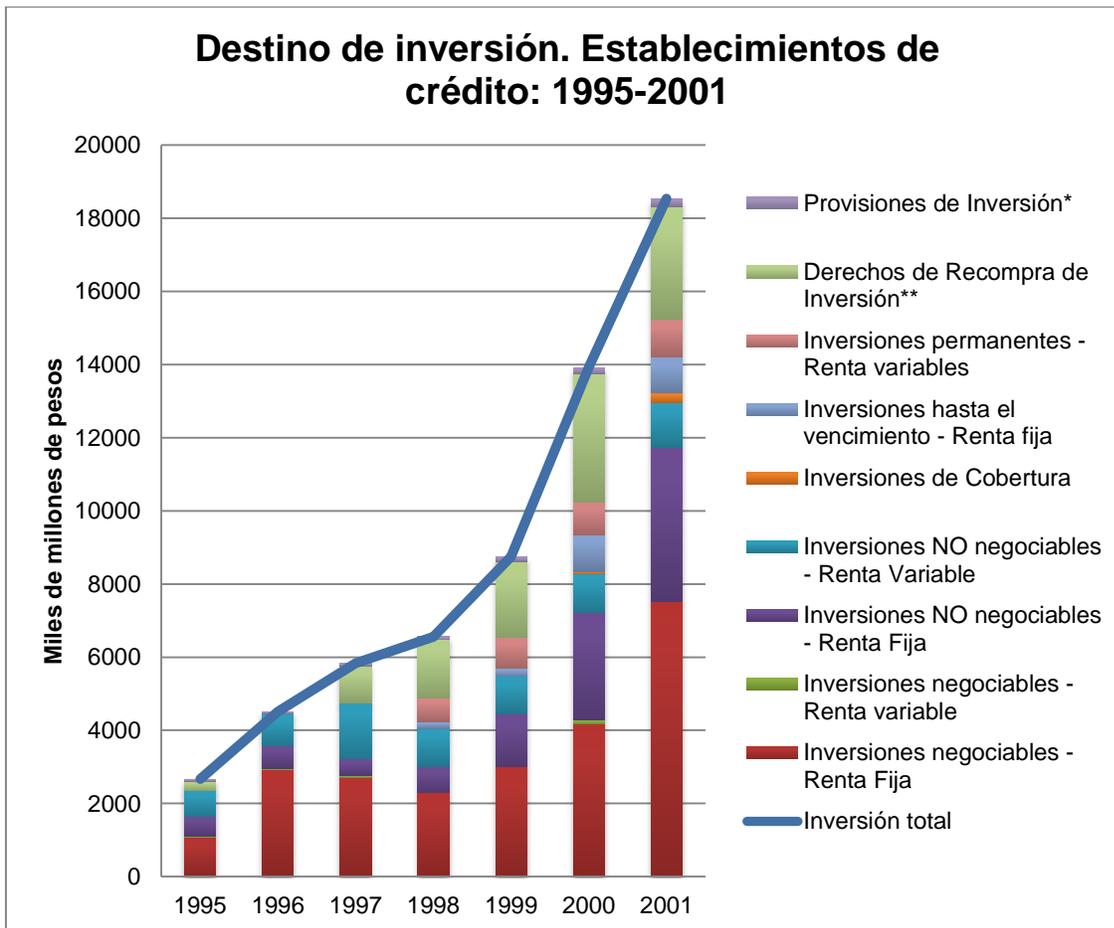
De esta crisis pueden extraerse dos hechos notables: primero, a pesar de la crisis, los activos de los establecimientos de crédito no sufrieron descenso ni pérdida en ningún año según el Gráfico VI; y segundo, la caída en los ingresos y en las utilidades no representó un inconveniente para los establecimientos de crédito: en la entrada del nuevo milenio, el agregado de los ingresos y las utilidades de los establecimientos representaba un poco menos del monto del año inmediatamente anterior a la crisis.

El primer hecho se puede explicar desde tres perspectivas: la primera, dado que el Gráfico VIII presenta el cúmulo de establecimientos de crédito en un año determinado, las desapariciones, fusiones o absorciones no son perceptibles y por tanto el activo permanece estable y creciente; la segunda, los establecimientos de crédito no se vieron en la necesidad de liquidar activos debido a los salvamentos entregados por las autoridades encargadas del manejo de la crisis; y tercero, si hubo necesidad de liquidar, la captación de activos como medio de pago de las personas deudoras sustituyeron los activos liquidados. Por otra parte, el segundo hecho se explica por dos razones: primero, las economías de escala del sistema financiero que le permite multiplicar el producto rápidamente por encima de la tasa de multiplicación de los factores de producción; y segundo, los ingresos y utilidades recuperadas fácilmente después de la crisis pueden ser los réditos devengados de los recursos de los fondos de salvamento (Fogafin) al ser utilizados en inversión, dada la evolución de esta en los años siguientes a la crisis.

En efecto, a pesar de la crisis, la inversión de los establecimientos de crédito en los años posteriores a esta se aceleró: en 1999 fue de 8.7 billones de pesos, en el año 2000 de 13.9 y en el 2001 alcanzó la cifra de 18.5 billones de pesos, multiplicando incluso por dos la inversión hecha dos años antes (Ver Gráfico 1-IX). Esta estuvo jalonada principalmente por las Inversiones negociables y no negociables en renta fija y los Derechos de Recompra de Inversión, cuyo monto, después de estallada la crisis se incrementó rápidamente. En el primer caso, la inversión en Títulos negociables y no negociables de renta fija pasaron de ser en 1995 1.08 y 0.5 billones de pesos, respectivamente, a 2.3 y 0.7 billones en 1999 para finalmente representar 7.5 y 4.2

billones de pesos en 2001. En cuanto a los Derechos de Recompra de Inversión, aquellos dedicados a las Inversiones negociables, pasaron de ser en 1995 0.1 billones de pesos a representar en el año 2001 2.1 billones. Para los Derechos de Recompra dedicados a las Inversiones no negociables fueron invertidos en 1995 0.09 billones de pesos; en el año 2001 significaban 0.9 billones de pesos, multiplicándose en seis años por diez (Ver Gráfico 1-IX).

Gráfico 1-IX Destino de inversión. Establecimientos de crédito: 1995-2001



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera. Nota: \*Engloban a todas las Provisiones de cada tipo de inversión realizada. \*\*Agrupan los Derechos de Recompra de cada tipo de Inversión realizada.

Ocampo (2015) afirma que solo fue hasta el año 2003 cuando los establecimientos de crédito se recuperaron y el sistema financiero colombiano retomó la senda de crecimiento, saneó los problemas-consecuencias de la crisis y volvió a fortalecerse. Como se ha visto, esta afirmación no es del todo acertada. Gracias a la labor de las

autoridades económicas encarnadas en Fogafin y el Banco de la República principalmente, para los bancos fue suficiente el paso de la crisis y la entrada del milenio para volver a ser lo que fueron antes de la crisis en términos de inversión, utilidades, activos e ingresos.

El sistema financiero aprovechó la nueva legislación, accedió irresponsablemente a los mercados de capitales internacionales, provocó un incremento de los precios y cuando en sus balances pululaban las imperfecciones, el gobierno tuvo que socorrerlos para evitar una debacle aún más profunda que la que se presentó. Conseguido con éxito el auxilio, los establecimientos de crédito siguieron el mismo camino en los años siguientes hasta la actualidad. A esto se suma que, después de la desaparición de los requerimientos de crédito dirigido hacia la banca privada, la inversión se inclinó por todo tipo de instrumentos financieros que representasen una ganancia en el corto plazo: derivados, opciones y títulos valores, como se verá en el siguiente apartado.

### **1.1.3 Reestructuración financiera, crecimiento y concentración de la banca: 2001-2014**

El periodo comprendido entre el año 2001 y el año 2014 se caracterizó, como lo indica el título de este apartado, por: una reestructuración del sistema financiero, liderada por el gobierno para evitar que nuevas coyunturas críticas se presentaran; una retoma de la senda de crecimiento del sector financiero que permitió su consolidación y el alcance de la fase más éxitos de la banca privada; y una concentración de la banca a raíz de la conformación de los conglomerados financieros estratégicos en la década de 1990.

Después de las dificultades presentadas a partir de la interrupción del flujo de los capitales internacionales hacia economías emergentes por la crisis asiática y la moratoria rusa, el nuevo milenio empezó con un nuevo auge de financiamiento externo y una mejora en los términos de intercambio. En efecto, tanto el sector público como el privado pudieron acceder al endeudamiento externo nuevamente y el saldo se incrementó a lo largo del periodo. Adicionalmente, con la entrada del milenio el gobierno colombiano procuró fortalecer y consolidar la regulación financiera reestructurando el sector: se

crearon grupos de vigilancia y supervisión, nuevas instituciones y se pusieron en marcha distintas leyes.

Esta reestructuración empezó con la Ley 795 de 2003, tal vez la más importante en la década del 2000, análoga de la Ley 45 de 1990 en cuanto a objetivos y alcance. Esta Ley buscó “fortalecer el andamiaje institucional, regulatorio y operativo, con el fin de devolver definitivamente la confianza al público en el sector.” (Ocampo J. A., 2015, pág. 157) En primera instancia, se conformó bajo dicha Ley el Comité de Coordinación para el Seguimiento del Sector Financiero cuyas funciones consistieron en:

1) Compartir información relevante para el ejercicio de las funciones de las entidades que lo componen; 2) promover la homogenización y mejora técnica de los medios y procedimientos utilizados por cada entidad en relación con el seguimiento del sistema financiero, y 3) promover de manera coordinada y en tiempo oportuno la adopción de las acciones que correspondan a cada entidad. El Gobierno Nacional reglamentará sus actividades, la forma en que estarán representadas las entidades, la periodicidad de sus reuniones y demás aspectos necesarios para el cumplimiento de su finalidad. De igual forma, se podrá establecer en el reglamento la posibilidad de invitar otras entidades a las reuniones del comité si a juicio de sus integrantes resulta necesario para el cumplimiento de sus objetivos. (Ley 795, 2003, p. 3)

Bajo la misma Ley se crearon nuevas reglas sobre la regulación de los sistemas de pago que no eran competencia del Banco de la República, sobre prevención de lavado de activos, sobre la determinación de las distintas modalidades de crédito cuyas tasas debían ser certificadas por la Superintendencia Bancaria y sobre conflictos de interés:

“dentro del giro de los negocios de las entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria, los directores, representantes legales, revisores fiscales y en general todo funcionario con acceso a información privilegiada tiene el deber legal de abstenerse de realizar cualquier operación que dé lugar a conflictos de interés.” (Ley 795, 2003, p. 4)

Finalmente se le entregaron nuevas facultades al Instituto de Fomento Industrial y se le autorizó a los establecimientos de crédito la realización de dos nuevos tipos de operaciones: administración no fiduciaria de cartera y el leasing habitacional.

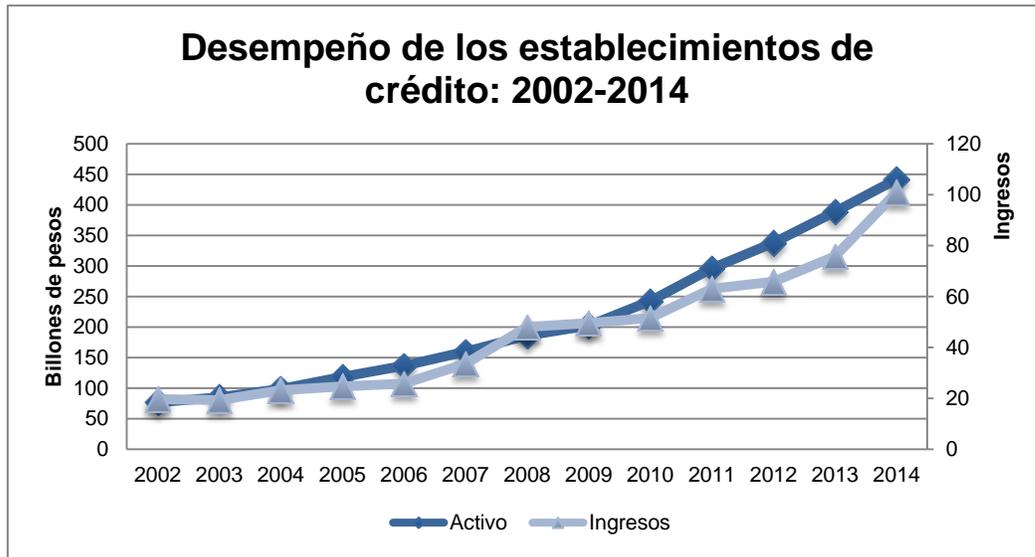
En el año 2005 se promulgó la Ley 964, bajo la cual se dictaron normas generales y se señalaron en ellas los objetivos y criterios a los cuales debía sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores. Los objetivos de dicha regulación fueron:

- 1) Proteger los derechos de los inversionistas; 2) promover el desarrollo y la eficiencia del mercado de valores; 3) prevenir y manejar el riesgo sistémico del mercado de valores; y 4) preservar el buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores y, en general, la confianza del público en el mismo. (Ley 964, 2005, p. 2)

En ese mismo año se expidió el Decreto 4323, el cual unificaba la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Valores, creándose así la Superintendencia Financiera. Tres años más tarde se expidió el Decreto 1796 de 2008, “por el cual se reglamentan las operaciones con instrumentos financieros derivados y productos estructurados, tanto en el mercado mostrador como en sistemas de negociación de valores, realizadas por las entidades sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera...” (pág. 1)

En este contexto de reingeniería institucional, el desempeño de los establecimientos de crédito fue notable, solamente afectado por la Gran Recesión de 2008 cuando una burbuja especulativa en un tipo de hipotecas denominadas “subprime” desencadenó una crisis que afectó primeramente a toda la actividad financiera y productiva estadounidense y, posteriormente, a toda la actividad financiera internacional, sobre todo en los países del Atlántico Norte.

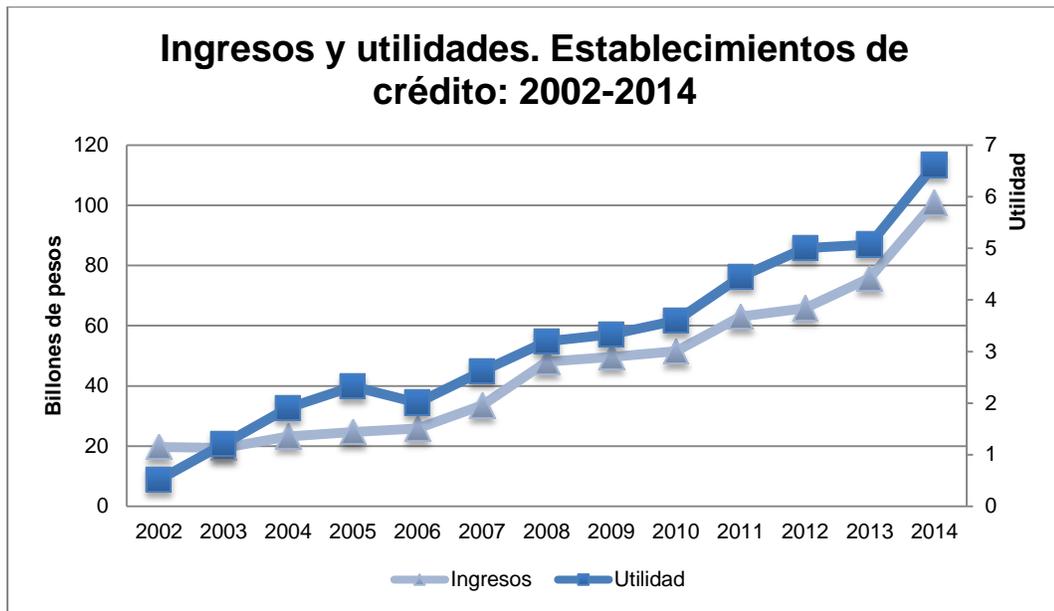
Gráfico 1-X Desempeño de los establecimientos de crédito: 2002-2014



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

Para el año 2002, los activos sumaban el monto de 76 billones de pesos y se multiplicó por seis en 2014, al alcanzar una suma de 440 billones de pesos. Asimismo, los ingresos crecieron aceleradamente después de la crisis doméstica de fin de siglo y solo tuvieron un pequeño traspie durante y después de la crisis de 2008. En el año 2002, los ingresos sumaron 19 billones de pesos, en el año 2008 llegaron a representar 49 billones de pesos pero se estancaron hasta el 2010, año en que volvió a crecer y rondó la cifra de los 100 billones de pesos de ingresos anuales en el año 2014 (Ver Gráfico 1-X). Las utilidades, por su parte, se resintieron un poco en el año 2006 como se puede ver en el Gráfico 1-XI pero a lo largo del período comprendido entre el año 2002 y el 2014, su tendencia ascendente no cambió: en el año 2002, la cifra de utilidades de los establecimientos de crédito era de un poco más de los 0.5 billones de pesos y para el año 2014 esta cifra rozó los 7 billones.

Gráfico 1-XI Ingresos y utilidades. Establecimientos de crédito: 2002-2014



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

### CRISIS FINANCIERA DE 2008

Esta crisis nace, se desarrolla y estalla en Estados Unidos, país que fue, además, el más afectado de todos los implicados. La crisis parte con un auge en el crédito hipotecario que dispara el precio de los activos inmobiliarios. En este caso, no se presentó un exceso de liquidez a causa de, únicamente, la creencia de la estabilidad del sector vivienda, sino también por la facilidad con que se otorgaban los créditos para pagar estos, dadas las nuevas condiciones de titularización del crédito ahora permitidas. Los bancos entregaban créditos hipotecarios sin importar el riesgo incurrido (riesgo de impago, por ejemplo) ya que al momento de entregarlo, este se titularizaba y se podía transar en el mercado extrabursátil, no regulado por las autoridades económicas estadounidenses. Ante la percepción de la oferta sobre la nueva disposición de la demanda para comprar vivienda, los precios se elevaron rápidamente. Dado que el sector vivienda es considerado el más sólido de la economía, su comportamiento atípico no resultó en políticas anticíclicas que redujesen la probabilidad de crisis, sino en discursos argumentando las condiciones prometedoras del sector.

La situación se hizo aún más atractiva para los bancos de inversión cuando dichos títulos de deuda hipotecarios pudieron ser aglomerados en instrumentos derivados (títulos valores cuyo valor proviene de activos subyacentes): ABS (asset-backed security) y MBS (mortgage-backed security). A su vez, estos podían transarse y las ganancias obtenidas en las transacciones fueron descomunales. La información era insuficiente: los acreedores de crédito hipotecario no estaban interesados en si les podían pagar las hipotecas o no, por tanto, la información requerida para la expedición del crédito era mínima y por tanto, el cálculo del riesgo era inexacto. Adicionalmente, se empezó a especular con el precio de estos nuevos instrumentos financieros, cuyo ascenso era sostenido por el apalancamiento: Aglietta y Rigot (2009) afirman que si aumenta el valor de los activos, los prestamistas se sienten más seguros y prestan más y el aumento de liquidez genera un incremento en el precio de los activos por el incremento de compradores: una trampa circular. La burbuja se fortalece y la fragilidad se cuele en los balances de los prestatarios (Marichal, 2010).

Para la ortodoxia económica y los gobiernos, transar instrumentos derivados no representa ningún riesgo porque se considera que dichos instrumentos son diseñados para precisamente reducirlo o deshacerse de él. Este argumento fue suficiente para crear nuevos instrumentos de la misma naturaleza: CDO (Collateralized Debt Obligation) y CDS (Credit Default Swap) en los cuales se agruparon los ABS y los MBS. Los ABS y MBS podían agrupar mil títulos de deuda hipotecarios y cada CDO podía poseer mil ABS o MBS. La complejidad y dimensiones de los riesgos eran incalculables y los precios de estos activos y su correspondiente endeudamiento seguían aumentando. Adicionalmente a estas condiciones de inestabilidad, las entidades encargadas de la calificación de los activos, las calificadoras de riesgo, actuaron con negligencia y complicidad: a pesar de que un elevado porcentaje del tramo de los instrumentos financieros era tóxico, el instrumento era dotado de la más alta calificación, incentivando la especulación e incrementando la profundización de la crisis. La estructura de la sociedad económica se estaba asentando sobre bases carentes de solidez. Al momento de no tener la liquidez suficiente para seguir sosteniendo el incremento del precio de los activos, la economía se paraliza y se entra en una etapa de reflujo y deflación, generando pánico y crisis (Aglietta & Rigot, 2009).

En marzo de 2008, uno de los bancos de inversión más importante, el Bear Stearns, tenía problemas de solvencia. Una advertencia. Con el fin de evitar un colapso financiero, la Reserva Federal de Nueva York facilitó un préstamo de emergencia y el banco fue adquirido por el banco de inversión JPMorgan Chase. El 15 de septiembre de 2008, el banco de inversión Lehman Brothers se declaró en quiebra. La burbuja de las hipotecas subprime estalló: los riesgos de impago se materializaron y los activos tóxicos salieron a la luz. De aquí en adelante, como un efecto dominó, los bancos de inversión, comerciales y mixtos y todo aquél que había tenido contacto con las hipotecas subprime directamente o a través de los instrumentos derivados, empezaron a caer. Se paralizó el crédito y con este las operaciones cotidianas de grandes empresas, el consumo agregado y las actividades bancarias. Los efectos de la crisis financiera se contagiaron a la economía real y la caída en las acciones de los bancos de inversión desató un pánico bursátil a lo largo del mundo. El período transcurrido de aquí en adelante hasta la superación de la crisis fue bautizado como la Gran Recesión.

La crisis ocasionó desempleo y un desplome generalizado en la estabilidad macroeconómica y financiera mundial. El producto mundial se contrajo y hubo una pérdida generalizada de confianza en el sistema financiero. El flujo de capitales internacionales se redujo, con este la liquidez disponibles y por consiguiente, una deflación global en los precios de los activos y las materias primas.

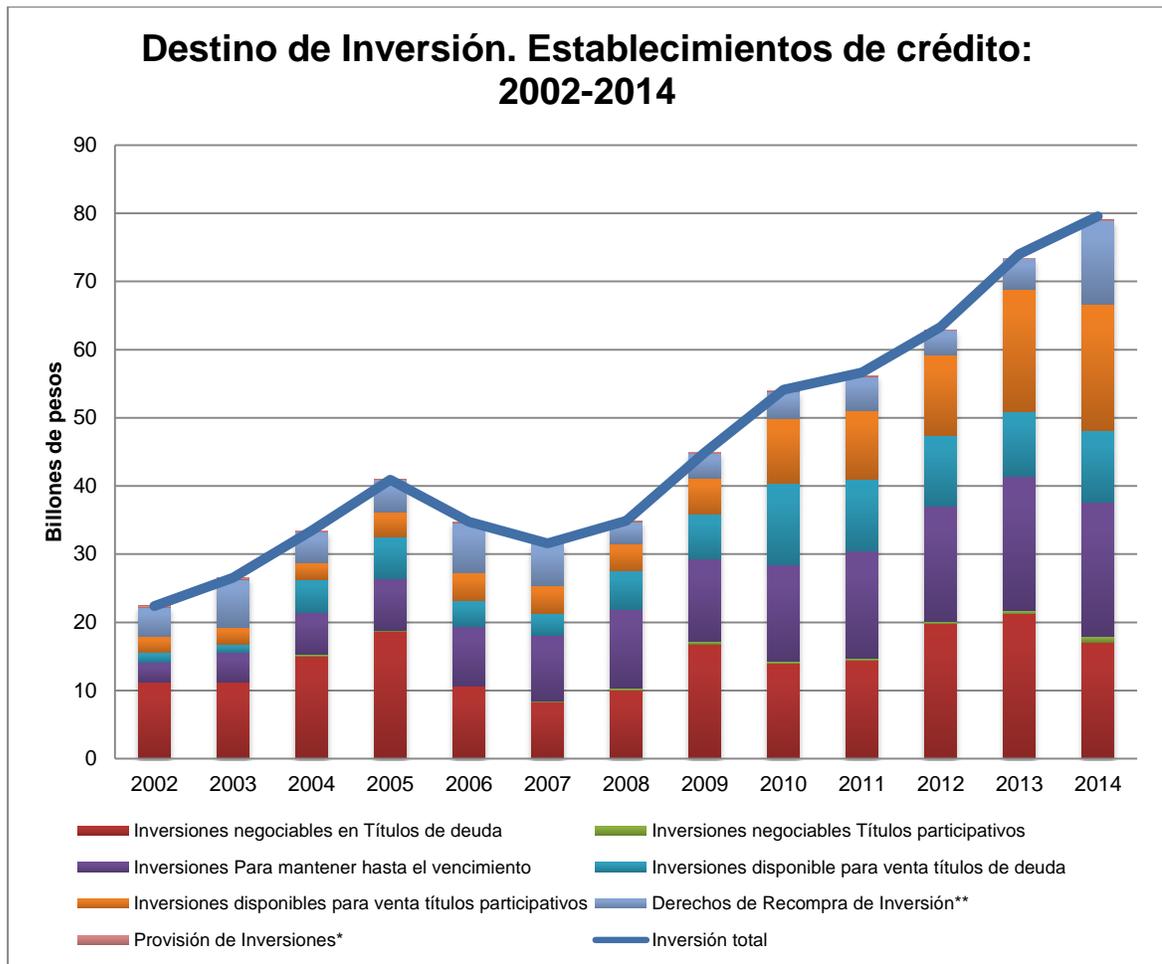
La decisión del gobierno estadounidense fue de una inyección de capital de 700000 millones de dólares por parte del Tesoro y la Reserva Federal de los Estados Unidos, con el fin de que este fuese empleado en la compra de activos tóxicos, en la dinamización del crédito y se evitase la profundización de la crisis. Después de esto la actividad bancaria de inversión se concentró. La superación de la crisis solo se dio hasta el año 2010, cuando la economía estadounidense empezó a dinamizarse y retomar la senda de crecimiento: aumento el producto interno, se redujo el desempleo y se estabilizaron los precios. No obstante, la economía mundial no se ha recuperado en su totalidad hasta el día de hoy.

### *COLOMBIA EN LA POST-CRISIS*

El sector financiero colombiano no poseía la misma vulnerabilidad frente al sector externo de la década de 1990 que ocasionó la crisis de fin de siglo. A contrario, se encontraba relativamente blindado, especialmente por la política anticíclica del Banco de la República en los años previos y las acciones pertinentes durante la crisis: aumento de encajes internos y endeudamiento externo. (Ocampo J. A., 2015) Como ya se vio más arriba, el ingreso y las utilidades se resintieron durante la crisis, pero no en grandes proporciones. Asimismo, la inversión disminuyó entre 2006 y 2008, siendo el rubro de las Inversiones negociables en Títulos de Deuda el más afectado (Ver Gráfico 1-XII). A pesar de la disminución de la inversión, esta se reactivó desde el año en que estalló la crisis: en el año de 2007 fue de 31 billones de pesos, el punto más bajo alcanzado en el nuevo milenio, pero para el 2014 ya estaba cercana a los 80 billones de pesos. La nueva coyuntura, además, no exhortó a los bancos a dirigir su capital hacia inversiones productivas de largo plazo, sino que la sensación de riesgo fue rápidamente superada y el capital destinado a nuevos títulos valores e instrumentos financieros.

Después de la crisis, se presentó a lo largo del mundo un activismo a favor de la regulación prudencial de los sistemas financieros, el cual se materializó en las recomendaciones dictadas por el Comité de Basilea (organización mundial que reúne a los entes de supervisión bancaria y cuya función es fortalecer la solidez de los sistemas financieros) y fueron denominadas como Basilea III (ya se habían dictado e intentado implementar rigurosamente Basilea I en 1988 y Basilea II en 2004). Las principales recomendaciones estaban enfocadas en el manejo de los riesgos inherentes a la actividad bancaria, los requisitos de capital y liquidez de las mismas entidades y la necesidad de prestarle una atención especial a las entidades sistémicamente importantes.

Gráfico 1-XII Destino de Inversión. Establecimientos de crédito: 2002-2014

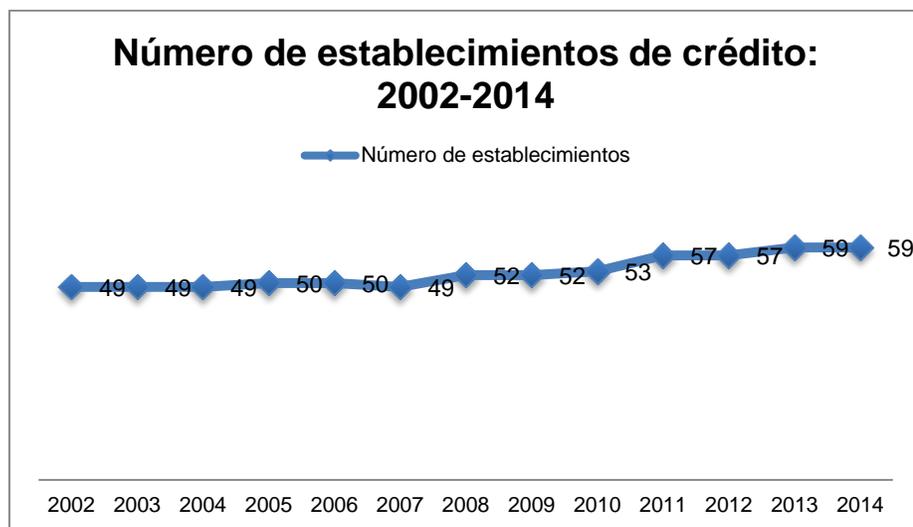


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera. \*Engloban a todas las Provisiones de cada tipo de inversión realizada. \*\*Agrupan los Derechos de Recompra de cada tipo de Inversión realizada.

Como respuesta, el gobierno colombiano promulgó los Decretos 1771 y 2784 de 2012. El primero modificó la norma vigente acerca del cálculo de la relación mínima de solvencia de los establecimientos de crédito e incluyó nuevos estándares de patrimonio técnico y de relaciones de solvencia para entidades constituidas con acciones ordinarias. El segundo incorporó los nuevos estándares internacionales de información financiera: el objetivo era satisfacer la necesidad de un lenguaje financiero y contable común entre países que le permitiera a los inversionistas tomar decisiones de una manera más acertada.

La última década se ha caracterizado también por la conformación y consolidación de conglomerados financieros que han dado lugar a un alto índice de concentración al interior del sector financiero, además de que el número de establecimientos de crédito ha seguido su tendencia de incremento anual (Ver Gráfico 1-XIII). Los conglomerados o grupos financieros que estaban conformados hasta 2014 fueron: el Grupo Aval, compuesto por el Banco de Bogotá, el Banco Popular, el Banco de Occidente, el extinto Megabanco y el Banco AV Villas, además de entidades fiduciarias y participaciones en Administradoras de Fondos de Pensiones; el Grupo Antioqueño, al cual pertenece Bancolombia; el Grupo Bolívar, donde se encuentran el Banco Davivienda y el desaparecido Banco Superior; el BBVA O Banco Bilbao Viscaya Argentaria; el Grupo Colpatría, al cual pertenece la Red Multibanca Colpatría; y el Grupo Social, compuesto por Colmena y el Banco Caja Social.

Gráfico 1-XIII Número de establecimientos de crédito: 2002-2014

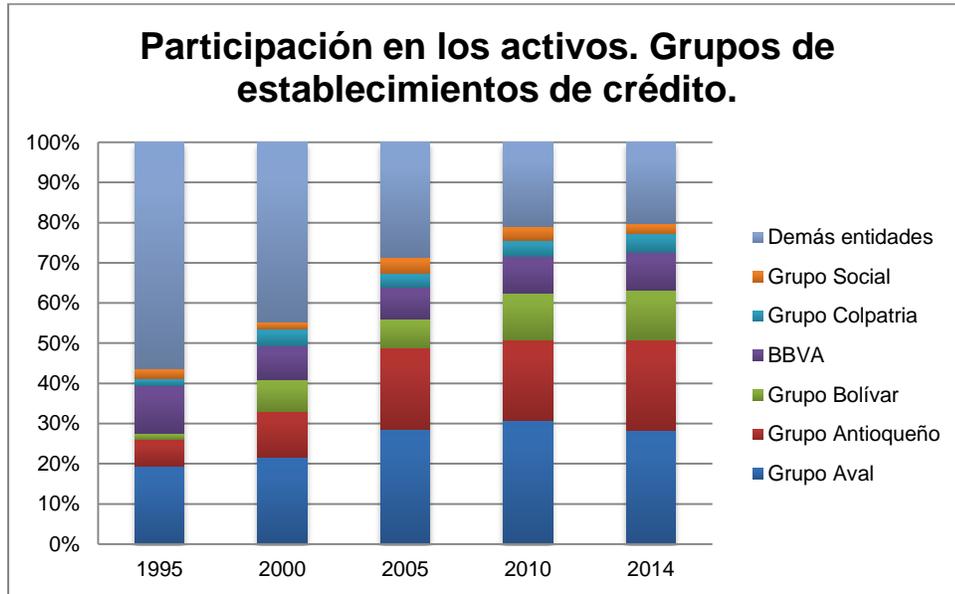


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

Como se puede ver en el Gráfico 1-XIV, desde 1995 la participación del Grupo Antioqueño, el Grupo Aval y el Grupo Bolívar ha ido ascendiendo y han llegado a concentrar el 63.3% de los activos de los establecimientos de crédito. De la misma manera, la participación de los activos de los establecimientos de crédito no pertenecientes a ninguno de los grupos ha pasado de representar el 56.4% en 1995 a ser el 20.3% en el año 2014. Estas cifras reflejan la dinámica de concentración y oligopolización de la banca en Colombia. Al respecto Villabona (2012) afirma que hay un

“pequeño número de oferentes y la competencia en realidad no existe ya que el mercado está destinado a un número limitado de bancos que manejan más del 70% del mercado, por ello el ingreso a este tipo de mercado se vuelve complejo” (pág. 20).

Gráfico 1-XIV Participación en los activos. Grupos de establecimientos de crédito



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

En la actualidad, el estado de los establecimientos de crédito en particular y del sistema financiero en general precisa de especial atención, no solo por el hecho de que se presente una estructura oligopólica y de concentración al interior de este, sino por un fenómeno denominado financiarización, por el cual varios académicos en Colombia han manifestado su preocupación (Misas, 2002; Giraldo, 2005; Giraldo, 2009; Guevara, 2015; Guevara, 2013; Rodríguez Salazar, 2005). Este describe un proceso mediante el cual la actividad financiera, a través de diversos canales, se superpone a la actividad productiva. Este fenómeno toma aún más relevancia cuando la actividad financiera es potenciada no solo por los recursos de los establecimientos de crédito sino por los recursos públicos captados por empresas que se supone, velan por un derecho de la sociedad colombiana. Estas empresas son las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y su evolución se analizará en detalle en el siguiente apartado.

## **1.2 Las Administradoras de Fondos de Pensiones en Colombia**

### **1.2.1 Antecedentes**

El origen del sistema pensional previo al de la actualidad se remonta al año 1946, después de la promulgación de las Leyes 6ª de 1945, mediante la cual se dictaron “algunas disposiciones sobre convenciones de trabajo, asociaciones profesionales, conflictos colectivos y jurisdicción especial de trabajo” (pág. 1), con énfasis en los derechos de la salud, pensión y riesgos profesionales de los trabajadores; y 90 de 1946, a través de la cual se estableció el seguro social obligatorio y se creó el Instituto Colombiano de Seguros Sociales (ICSS), el cual pasaría a llamarse Instituto de Seguros Sociales (ISS) desde 1977. En estos años se gestó un plan de pensiones mediante la creación de la Caja Nacional de Previsión social (Cajanal) y la instauración de instituciones análogas a nivel territorial, que cubrían únicamente a los empleados pertenecientes al sector público. Solo hasta 1967, fueron reglamentadas y de carácter obligatorio las pensiones de los empleados privados, cuya administración fue delegada al ICSS. Antes de este año, “los empleadores no tenían la obligación de afiliar a sus trabajadores para pensiones, sino que se encargaban de concederles la pensión, después de que éstos completaban 20 años de labores.” (Sentencia T-719/11, 2011)

Esta reglamentación permitió la coexistencia por años de diferentes regímenes administrados por diversas entidades: el manejo las pensiones de los servidores públicos le correspondía en general a “la Caja Nacional de Previsión, Cajanal, y a las Cajas de los entes territoriales, existiendo a la vez instituciones oficiales a cargo del manejo específico de otros sectores, como el caso de los miembros de la Fuerza Pública.” (Sentencia T-719/11, 2011) Los recursos de estas instituciones eran financiados con aportes del Estado colombiano y de los trabajadores. Mientras que, como se mencionó anteriormente, el ICSS era responsable de la administración de las pensiones de los empleados pertenecientes al sector privado y los independientes, financiadas con recursos propios de los trabajadores: Régimen de Prima Media.

Durante casi un cuarto de siglo, la legislación sobre el sistema pensional no se alteró y subsistieron los distintos regímenes. Más allá de normas aclaratorias como la Ley 4ª de

1976, que dictó algunas normas sobre materia pensional público, oficial, semioficial y privado; la Ley 44 de 1980, por la cual se expidieron algunas normas sobre pensiones; la Ley 33 de 1985, por la cual se dictaron algunas medidas en relación con las Cajas de Previsión y con las prestaciones sociales para el sector público; o la Ley 91 de 1989, que creó el Fondo Nacional de Prestaciones Sociales del Magisterio, no se presentó un cambio sustancial del sistema pensional.

Después del cuarto de siglo, “el ISS se enfrentó al hecho de tener una menor proporción de contribuyentes por el efecto demográfico, el sistema empezó a mostrar muchas limitaciones típicas de un esquema público de Prima Media.” (Fedesarrollo, 2010, pág. 7). Entre ellas: deficiencia administrativa en la ingente cantidad de cajas de previsión; diferencias normativas; creciente diferencia entre las tasas de cotización esperada y efectiva; falta de reservas; y crecientes transferencias fiscales. Esta circunstancia fue suficiente para implementar disposiciones legales que reformaran profundamente el sistema pensional. Por una parte, la Constitución Política de 1991 le dio un carácter diferente a la seguridad social y por otra, a través de la Ley 100 de 1993 se desarrolló, se especificó y se implementó el nuevo Sistema de Seguridad Social y creó el nuevo Sistema General de Pensiones.

### **1.2.2 Ley 100 de 1993: del sujeto de derecho al cliente de mercado**

En el capítulo II de la Constitución Política, “De los derechos sociales, económicos y culturales”, el artículo 48 establece que “la seguridad social es un servicio público de carácter obligatorio que se prestará bajo la dirección, coordinación y control del Estado, en sujeción a los principios de eficiencia, universalidad y solidaridad, en los términos que establezca la ley”. (Constitución Política de Colombia, 2011, pág. 77). Asimismo, afirma que el Estado garantizará los derechos y la sostenibilidad financiera del sistema pensional. El nuevo marco constitucional insertó a la seguridad social dentro de las obligaciones ineludibles del gobierno.

Con el fin de cumplir las nuevas obligaciones, dos años después de haber entrado en vigencia la nueva Constitución, se expidió la Ley 100 de 1993, a través de la cual se creó

el sistema de seguridad social integral (salud y pensiones) que hoy rige a la sociedad colombiana y se articuló el mismo con el sector privado.

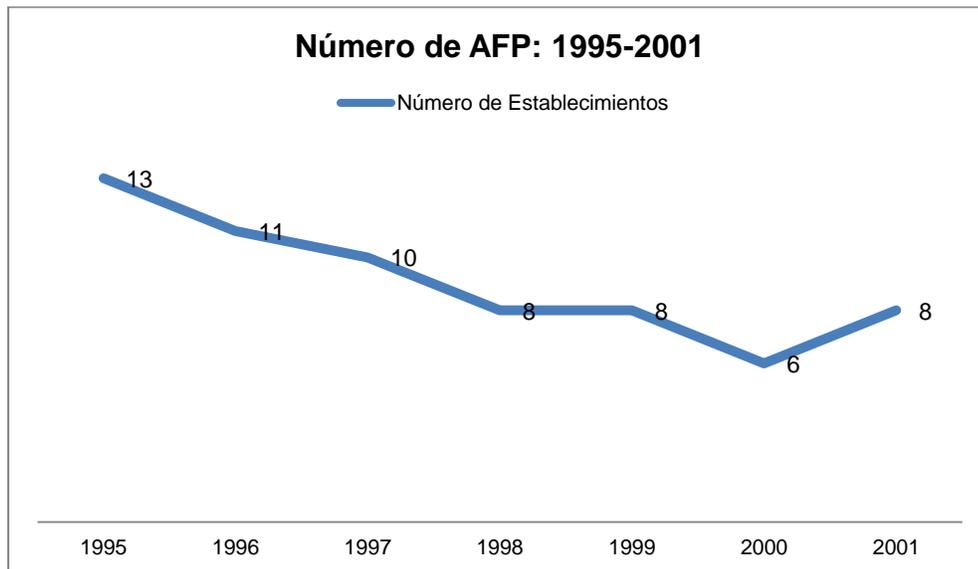
En materia pensional, la Ley 100 creó dos regímenes de pensiones: el primero, el Régimen Solidario con Prima Media con Prestación Definida (RPM), al cual se le encargaron las disposiciones vigentes en la época para los seguros de invalidez, vejez y muerte a cargo del Instituto de Seguros Sociales; y el segundo, el Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad, el cual sería administrado por las nuevas entidades financieras: las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Como se advirtió al principio del documento, el interés de este mismo recaerá sobre el segundo y no sobre el primero, a pesar de que los recursos de este, según la Ley 100 lo establece, deben obtener rentabilidad a partir de la compra de Títulos del Tesoro del Estado.

Arévalo (2006) anota que el papel de la seguridad social en materia de pensiones en la Constitución, además de consagrarse como obligación del Estado, también representó un “factor de impulso al crecimiento económico, en particular por la posibilidad de orientar el ahorro privado al fortalecimiento del mercado de capitales.” (2006, pág. 300) La conclusión de la autora se desprende de la regulación y de las facultades otorgadas a las AFP. El objetivo de estas al ser creadas fue garantizar los principios de eficiencia, universalidad y solidaridad, mencionados anteriormente y estipulados en la Constitución, para así poder cumplir con la obligación del gobierno. No obstante, no se les dio el trato de una institución que vela por un derecho social, sino el de una empresa que ofrece un servicio y los ciudadanos deben pagar por este.

La Ley 100 establece que las AFP deben constituirse como sociedades anónimas y hacer oferta pública de acciones después de ser constituidas. Estas deben garantizar una rentabilidad a los cotizantes, tener la liquidez suficiente para cumplir con las obligaciones pensionales contraídas con los cotizantes y tienen derecho a cobrar una comisión supervisada por la Superintendencia Financiera y dentro de los márgenes justos. Con el fin de cumplir a cabalidad con sus funciones, el artículo 100 dice que las administradoras podrán invertir los recursos con sujeción a los límites que establezca el gobierno.

Como se ve en el Gráfico 1-XVII, desde su creación, las AFP invirtieron los recursos captados del público en Títulos de Deuda de Renta fija y Renta variable, con énfasis en aquellos que se pueden negociar. Con notable éxito, las inversiones transformaron las utilidades negativas de 1995 y 1996 en positivas para 1997 y de acelerado crecimiento desde este año. Los ingresos obtenidos, superaron incluso, a partir de 1997, el nivel de activos de las AFP: pasaron de representar la cifra de 60000 millones de pesos en 1995, a representar 0.5 billones en el año 2001, mientras los activos eran de 106000 millones y 513000 millones para los mismos años. A contrario de los establecimientos de crédito, el número de AFP se fue reduciendo con el pasar de los años y los activos concentrando, comportamiento del cual resalta la AFP Porvenir, la cual absorbió con pericia las cotizaciones de pensiones obligatorias a partir de 1997 y pudo, de 1998 a 1999, multiplicar por 1.5 los ingresos, duplicar las utilidades y triplicar las inversiones (Ver Gráficos 1-XV, 1-XVI, 1-XVII y 1-XVIII).

Gráfico 1-XV Número de AFP: 1995-2001

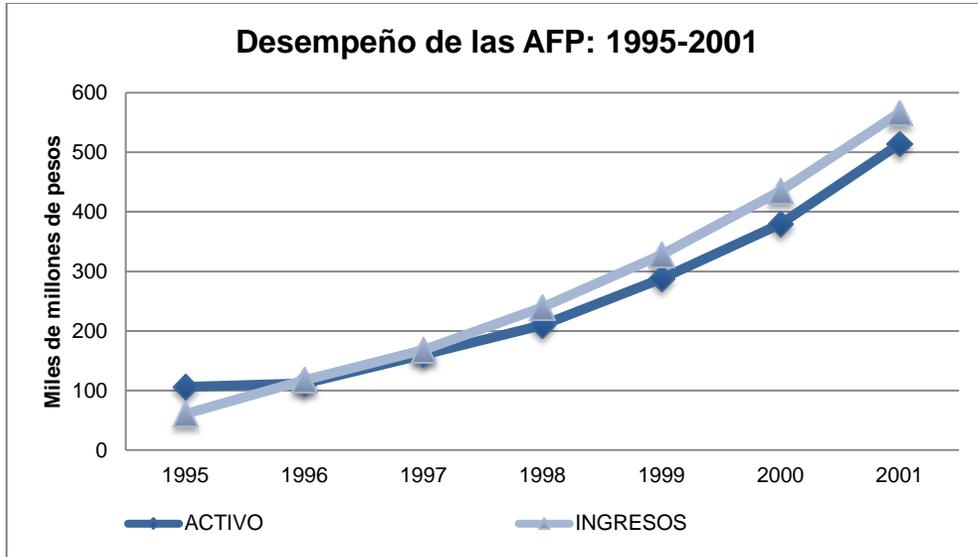


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

A diferencia de lo sucedido con los establecimientos de crédito durante la crisis de fin de siglo, las AFP no sufrieron mayor percance, como se evidencia en los Gráficos 1-XV y 1-XVI. Durante los años de la crisis los ingresos no se redujeron ni la utilidad ni los activos. Las inversiones totales pasaron de 22000 millones de pesos en 1995 y alcanzaron la cifra de 318000 millones en el año 2001. Como se ve en el Gráfico 1-XVII,

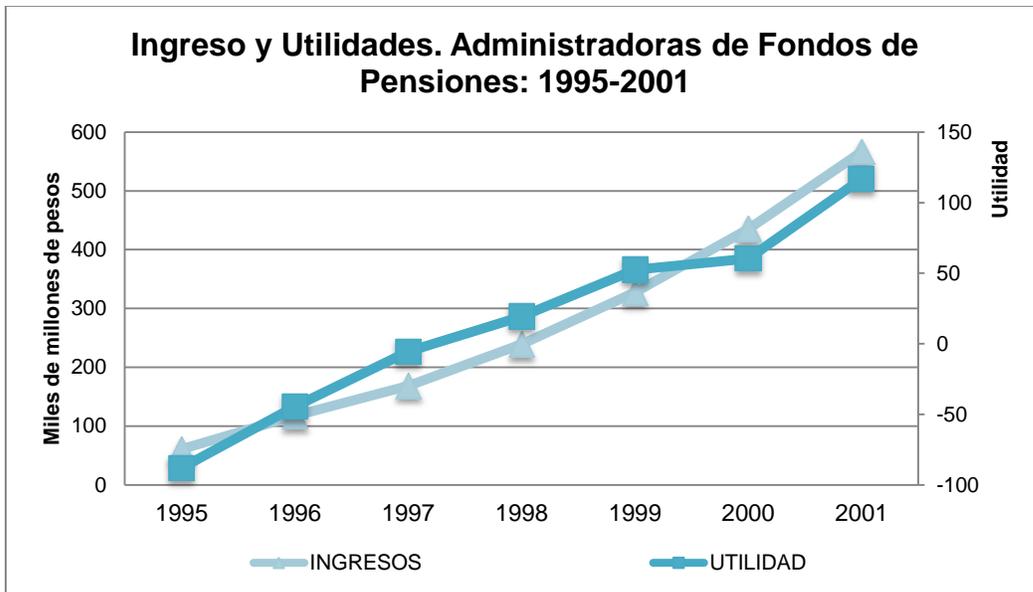
solo se presenció un traslado de las Inversiones negociables de renta fija a Inversiones negociables de renta variable, a pesar de la coyuntura adversa. No obstante, las Inversiones negociables de renta fija alcanzarían el nivel anterior en los años siguientes y llegarían a superarlos.

Gráfico 1-XVI Desempeño de las AFP: 1995-2001



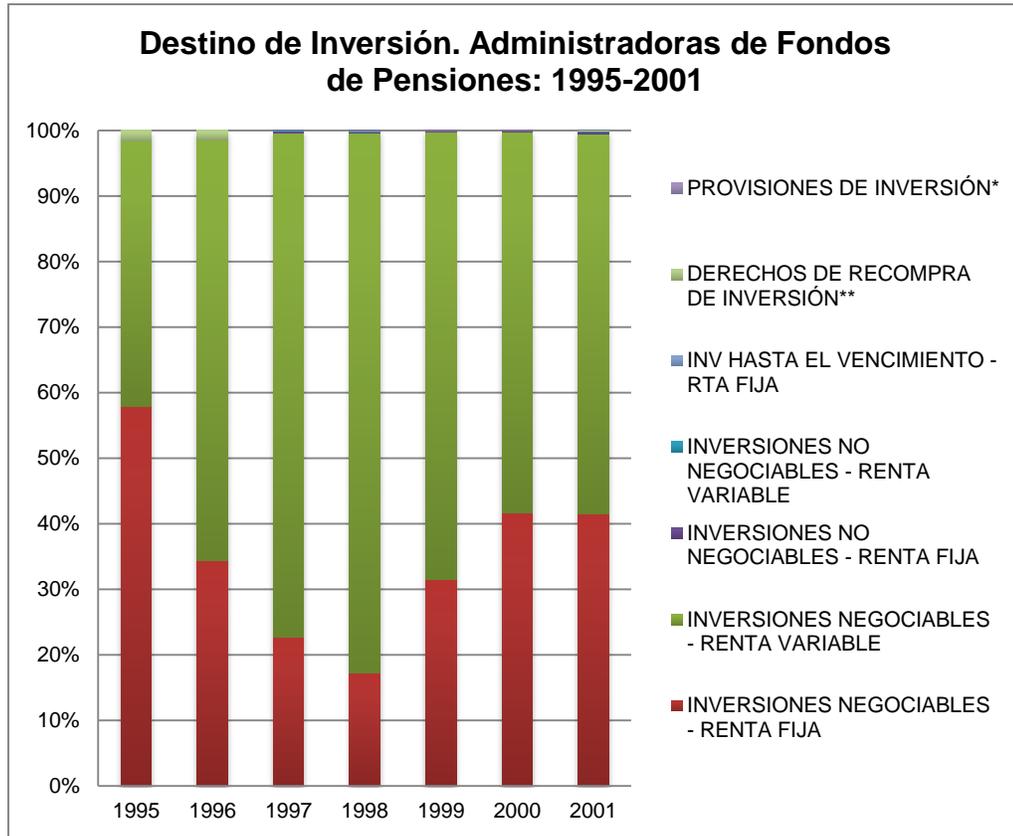
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

Gráfico 1-XVII Ingreso y Utilidades. Administradoras de Fondos de Pensiones: 1995-2001



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

Gráfico 1-XVIII Destino de Inversión. Administradoras de Fondos de Pensiones: 1995-2001



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera. Nota: \*Engloban a todas las Provisiones de cada tipo de inversión realizada. \*\*Agrupan los Derechos de Recompra de cada tipo de Inversión realizada.

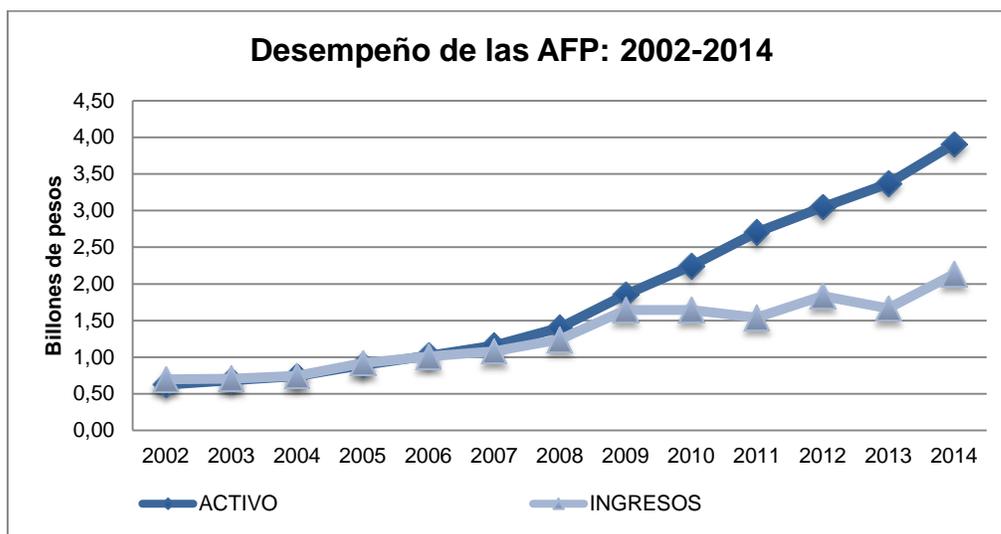
### 1.2.3 Crecimiento y concentración en las AFP

A partir del año 2002, el RAIS se caracterizó por: 1) un crecimiento sostenido: soportado por el incremento de los activos y de las inversiones; 2) una diversificación del portafolio de inversión y consolidación de las AFP como mayores tenedores de Títulos de Deuda Pública al interior del país; 3) la reducción de las AFP y un incremento en la concentración: las trece creadas a partir de la Ley 100 de 1993 se redujeron a cuatro para el año 2014; y 4) una interrelación accionarial con los establecimientos de crédito.

La estructura económica de las AFP, similar a la de un establecimiento de crédito (estructura de costos competitiva, economías de escala, libertad de inversión), le permitió a estas consolidar un crecimiento estable de los activos aunque con una leve reducción en la tasa de crecimiento de los ingresos. En el Gráfico 1-XIX, se puede observar que

entre el año 2002 y el año 2014, el monto de los activos de las AFP pasó de representar 0.6 billones de pesos en el año 2002 y 1.6 billones en 2007 a 3.9 billones en el año 2014. Las AFP multiplicaron su activo inicial en 1995 de 0.1 billones de pesos 39 veces, crecimiento que solo el sector financiero puede permitir. A su vez, la cifra de ingresos pasó de representar 60000 millones de pesos en 1995 a superar la cifra de los 2 billones de pesos en el año 2014; 33 veces la cifra inicial, a pesar del deterioro de este en los años 2011 y 2013. Las utilidades, como se espera, siguieron el mismo comportamiento de los ingresos: mantuvieron la tendencia ascendente a pesar de dos recaídas en el transcurso del nuevo milenio. Estas representaban en el año 2002 un monto de 0.1 billones de pesos y para 2014 fueron de 0.4 billones de pesos, como muestra el Gráfico 1-XX.

Gráfico 1-XIX Desempeño de las AFP: 2002-2014

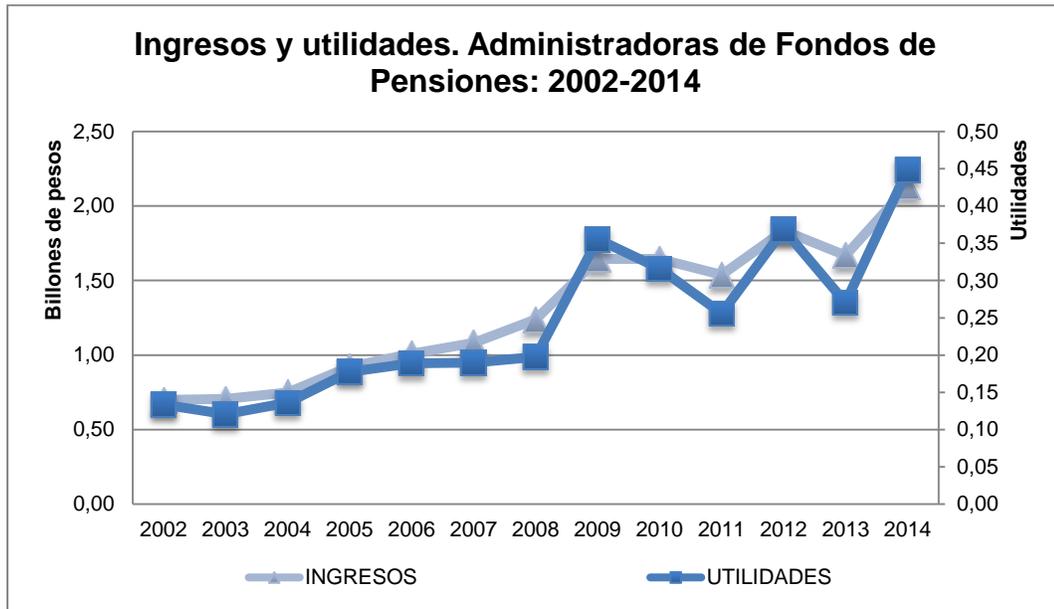


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

El positivo desempeño de las AFP se debe fundamentalmente al acceso a la liquidez que se tiene a través de los recursos de los cotizantes y al empleo de estos en un portafolio de inversión diversificado y cuyo valor, año tras año, asciende. Como se observa en el Gráfico 1-XXI, existe una clara predominancia de las Inversiones negociables realizadas en Títulos participativos, comprendidos por las emisiones de valores realizadas por sociedades anónimas, cotizadas o no, con el fin de financiarse, entre ellas, las acciones. Después de la crisis de fin de siglo, los Derechos de Recompra de Inversión y las Provisiones de Inversión se manifestaron como uno de los destinos preferidos de la inversión por parte de los establecimientos de crédito. En contraste, sin importar el monto

invertido en diferentes tipos de Títulos, las AFP no presentaron interés en adquirir algún tipo de colateral que alivianase las pérdidas ante una coyuntura adversa, dando cabida a vulnerabilidades en la garantía de un derecho.

Gráfico 1-XX Ingresos y utilidades. Administradoras de Fondos de Pensiones: 2002-2014



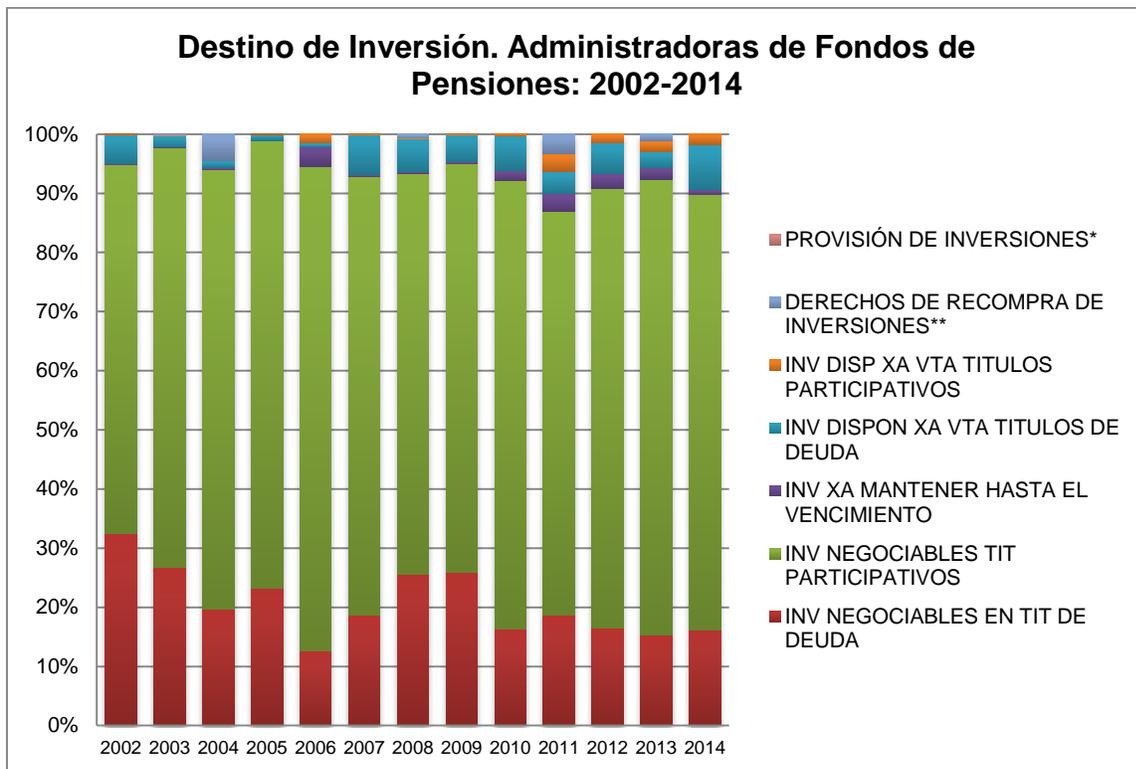
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

Los títulos negociables de deuda es otro de los destinos comunes y más fuertes de la inversión de las AFP: en la actualidad, son los mayores tenedores de Títulos del Tesoro (TES) y la participación de estos en su portafolio de inversión es de 32%. Adicionalmente, entre sus activos y principales fuentes de ingreso se encuentran Títulos de Deuda extranjera, es decir, el ahorro pensional, que no está siendo empleado en inversiones productivas, es además exportado para sostener las utilidades de las AFP.

El rendimiento de las AFP se hace aún más notable cuando se observan los Gráficos 1-XXII, 1-XXIII y 1-XXIV, donde se refleja y evidencia la concentración. En el año 2005 coexistían seis administradoras: Porvenir, Protección, Skandia, Pensiones y Cesantías Santander, BBVA Horizonte e ING con 27%, 23%, 13%, 6%, 17% y 14% de participación en los activos generales, respectivamente. En el año 2014, el número se redujo a cuatro: Protección, Porvenir, Skandia y Colfondos con 37%, 48%, 7% y 8% de participación en los activos generales, respectivamente. No solo se presenció un rendimiento notable a lo largo de la vida de las AFP, sino que dicho rendimiento tuvo cada vez menos

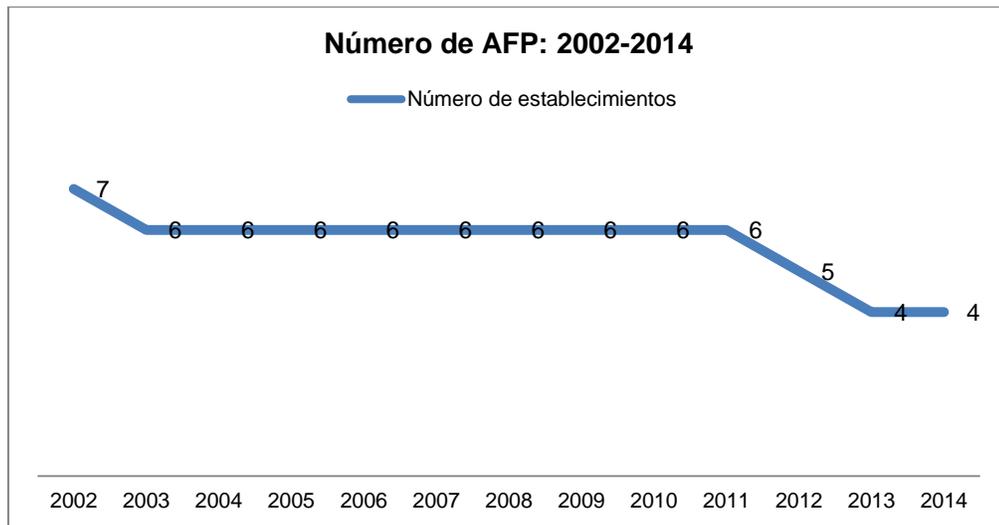
protagonistas: la mitad de las AFP posee el 85% del mercado de pensiones, a pesar del artículo 92 de la Ley 100 de 1993 que procuró evitar la concentración tímidamente al prohibir la tenencia de un capital superior a diez veces el monto mínimo establecido (Congreso, 1993). Cabe anotar que las dos AFP que concentra el 85% de los activos se dedican principalmente a la captación de ahorro pensional a través de las pensiones obligatorias, mientras que las dos restantes lo hacen a través de las pensiones voluntarias.

Gráfico 1-XXI Destino de Inversión. Administradoras de Fondos de Pensiones: 2002-2014



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera. \*Engloban a todas las Provisiones de cada tipo de inversión realizada. \*\*Agrupan los Derechos de Recompra de cada tipo de Inversión realizada.

Gráfico 1-XXII Número de AFP: 2002-2014



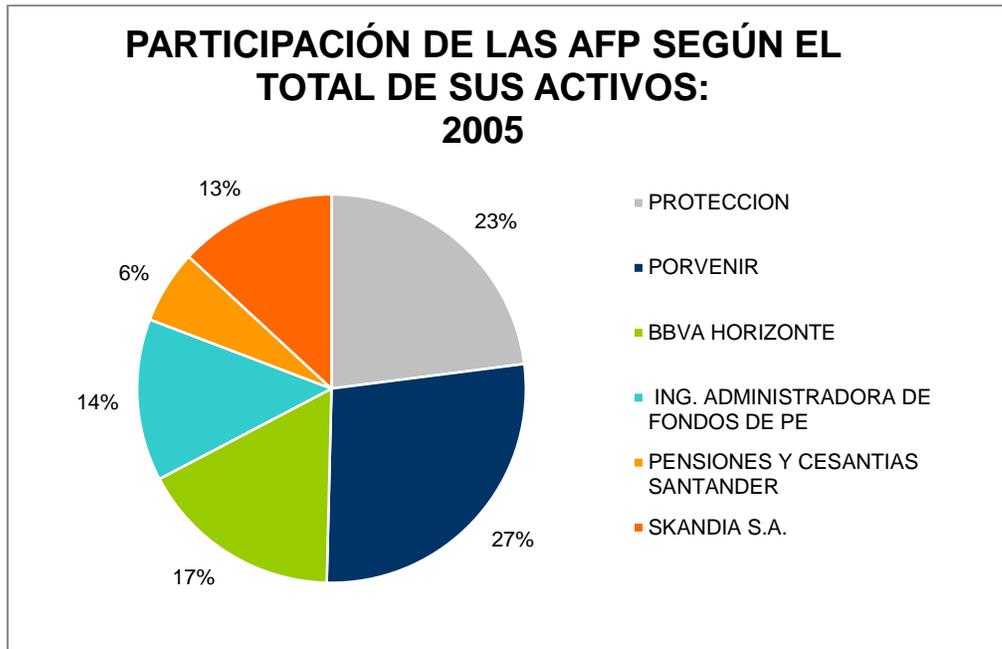
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

Esta estructura casi duopólica presente en el RAIS tiene las mismas repercusiones que la estructura oligopólica presente en los establecimientos de crédito: las barreras de entrada son muy elevadas, el deterioro de la administración se hace más latente por reducción de la competencia, la infravaloración del riesgo se incrementa a causa del acceso a un mayor nivel de liquidez obtenido del poder de mercado obtenido y el volumen de las comisiones cobradas puede elevarse. Es preciso agregar que las AFP poseen un capital político a nivel nacional e internacional que presiona los gobiernos para reglamentar el funcionamiento de los sistemas pensionales a su favor.

Aunado al notable rendimiento, la diversificación de la inversión, la exportación de ahorro pensional y la concentración de las AFP, se agrega que aquellas con mayor participación en los activos pensionales tienen, entre sus accionistas, a los establecimientos de crédito con mayor participación en los activos de los bancos. Los accionistas de Porvenir (48% de participación en el total de activos de las AFP para 2014) se componen de Banco de Occidente, Banco de Bogotá, Grupo Aval, Fiduciaria Bogotá y Fiduciaria de Occidente, siendo todas pertenecientes al Grupo Aval. Protección (37% de participación en el total de activos de las AFP), por otra parte, pertenece al Grupo Empresarial Antioqueño, propietario del Grupo Argos, Grupo Nutresa y Grupo Sura, este último propietario de Bancolombia. Colfondos hace parte del Grupo Scotiabank, cuyo banco principal tiene participación mayoritaria en el Banco Colpatria y en el año 2016 adquirió la cartera del

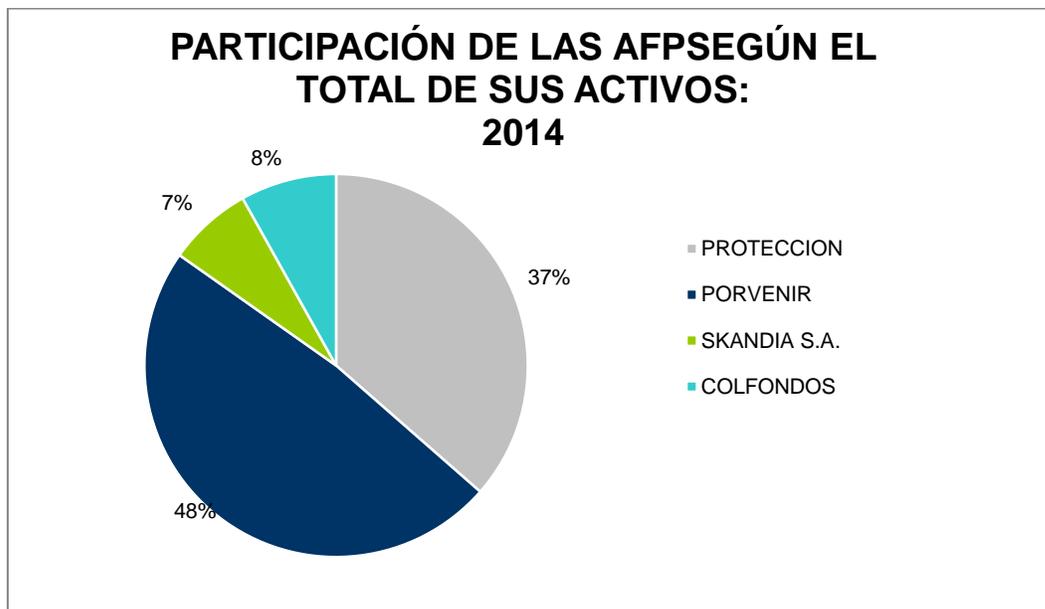
Citibank. Por último, la AFP Skandia S. A. hace parte del Grupo Old Mutual y su accionista mayoritario es la Fiduciaria Skandia con el 50.36% de participación.

Gráfico 1-XXIII Participación de las AFP según el total de sus activos: 2005



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

Gráfico 1-XXIV Participación de las AFP según el total de sus activos: 2014



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera.

Las principales conclusiones derivadas de esta evaluación del sistema financiero colombiano desde 1985 hasta 2014 son que la economía ha tendido a financiarizarse, como se mencionó anteriormente y este proceso de financiarización ha conducido a una privatización de la moneda con consecuencias directas sobre la estabilidad, no solo del sistema financiero, sino de la economía y su bienestar general.



## **2. Capítulo 2. Un acercamiento teórico a la financierización y la privatización de la moneda**

Después de hacer una revisión histórica del sistema financiero colombiano, centrada en la banca privada y las administradoras de fondos de pensiones, se identifican dos procesos que se han venido presentando desde la liberalización financiera: la financierización y, derivada de esta, la privatización de la moneda. Estas observaciones parten de la dinámica de la inversión de las entidades financieras evaluadas, cuyo monto se dirige cada vez más a la adquisición de Títulos Valores transables. Antes de detallar dicha observación es necesario especificar los lineamientos a seguir y los desarrollos teóricos realizados por diferentes académicos anteriormente, objetivo de este apartado. Para llevarlo a cabo, el presente capítulo se organizará de la siguiente manera: en la primera parte se hará un acercamiento al concepto de financierización y a los desarrollos alcanzados por las escuelas de pensamiento económico que se han interesado por el fenómeno. A su vez, esta se dividirá en dos partes: 1) se presentará la abigarrada pero consistente variedad de definiciones del concepto de financierización; y 2) se definirán las diferentes perspectivas existentes en cuanto al proceso de la financierización.

En la segunda parte, se hará uso de un concepto desarrollado por la Escuela Regulacionista Francesa y empleado por diversos académicos a lo largo del mundo en torno al carácter de la moneda como institución. El objetivo es mostrar que la moneda no debe ser tratada como un bien ni como un vector exógeno dentro de una economía determinada. Esta, por el contrario, debe ser tomada como institución y, tal vez, la institución más importante dentro de las economías actuales, de cuya estabilidad depende el contrato social de las sociedades. A partir de la definición de dicho concepto, se describirá el proceso de privatización de la moneda.

## 2.1 Financiarización

Al hablar sobre la financiarización, se suele afirmar que no existe un consenso en cuanto a su definición se refiere, como anota Guevara (2015). No obstante, después de una revisión de la literatura en torno a dicho concepto, el inexistente consenso no es sobre la definición de financiarización, sino sobre el proceso mediante el cual el fenómeno se desarrolla al interior de una economía.

### 2.1.1 La financiarización: desde el concepto

Según Sawyer (2013), es difícil encontrar el origen de la palabra financiarización debido al poco reconocimiento que ha recibido por parte de la teoría económica imperante y agrega que el uso actual del término le debe mucho “al trabajo desarrollado por Phillips desde 1993, cuando definió a la financiarización como una separación divergente y prolongada entre las economías reales y financieras”. (Sawyer, 2013, p. 6).

Sawyer (2013) subraya también que la definición más utilizada y estilizada en los trabajos sobre financiarización es la desarrollada por el politólogo estadounidense Gerald Epstein (2005): “la financiarización significa el incremento de los motivos, mercados, actores e instituciones financieras en el funcionamiento de las economías domésticas e internacionales. (p. 3)” Este concepto es tal vez demasiado amplio: no especifica tiempo, espacio ni define a la financiarización como proceso sino como hecho sucedido. A pesar de esto, es el punto de partida del estudio de la financiarización y ha desencadenado otro tipo de definiciones. La socióloga estadounidense Gretta Krippner (2005), por ejemplo, define a la financiarización como “un patrón de acumulación en el cual los beneficios se dan principalmente a través de canales financieros en lugar de darse a través del comercio o de la producción de materias primas. (p. 174)”.

El desarrollo de la profesora Krippner está inscrito en un marco de referencia similar al desarrollado por el economista de origen italiano Giovanni Arrighi (2002). En su obra *The long twentieth century* hace un análisis de largo plazo de los patrones de acumulación al interior de las economías hegemónicas de cada siglo. Para este autor, la financiarización

se entiende como “el fenómeno resultante de la intensa competencia intercapitalista e interestatal durante períodos de transición hegemónica.” (Krippner, 2005, p. 174)

Entre los trabajos de otros académicos se pueden encontrar las siguientes definiciones: para Chesnais (1994), la financiarización es la reafirmación de la autonomía total del capital dinero frente al capital industrial, con esto hace referencia a una oposición y superposición de la finanza sobre la industria; Stockhammer (2010), en una definición muy cercana a la realizada por Epstein, afirma que la financiarización es el término que se suele utilizar para agrupar un amplio conjunto de cambios en la relación entre el sector financiero y el sector real, los cuales le dan un mayor peso a los actores y a los motivos financieros; Palley (2007), por otra parte pero dentro de la misma línea, define a la financiarización como un proceso donde los mercados financieros, las instituciones financieras y las élites financieras ganan una gran influencia sobre la política económica y los resultados económicos.

Una de las escuelas más activas dentro del estudio de la financiarización es la Escuela de la Regulación Francesa. Esta se centra en un supuesto cambio de régimen de acumulación, entendido este como “el conjunto de regularidades que de manera relativamente coherente asegura la acumulación de capital” (Misas, 2002, p. 314), al interior de las economías a lo largo del mundo. Este pasó de ser un régimen fordista, en donde había un alto nivel de división de tareas, una garantía de que los trabajadores obtendrían participación en las utilidades y el ajuste entre producción y demanda se hace dentro de un espacio doméstico, a seguir un régimen de las finanzas, en el cual estas adquieren un rol preponderante desde la llegada de Ronald Reagan y Margaret Thatcher a la presidencia de Estados Unidos y a ser primer ministra de Inglaterra, respectivamente.

Entre los académicos inscritos en esta Escuela se encuentra el profesor André Orléan, el cual define la financiarización como el “rediseño de la organización interna de la empresa para que se pliegue a la rentabilidad bursátil y se asiste a una sumisión de la producción a los principios de la liquidez financiera.” (Orléan, El poder de las finanzas, 2006, p. 272) La Escuela de la Regulación Francesa atribuye esta sumisión al ascenso del valor del accionista, concepto referencial del cambio de régimen de acumulación.

Salama (1996), de la Universidad de Paris XIII y muy cercano a la dinámica de las finanzas en la región latinoamericana, asocia el concepto con “una tendencia notoria en empresas industriales y no financieras a destinar una parte importante de sus recursos a actividades y dinámicas estrictamente financieras en detrimento de la actividad principal de la firma.” (Guevara, 2015, p. 21)

Otra de las escuelas que se han aproximado al concepto de financiarización ha sido la Escuela Marxista, la cual considera que esta hace parte de una crisis en el proceso de acumulación capitalista presentado desde 1970. Lapavitsas (2011) afirma que dicha crisis ha generado una reestructuración de la acumulación de capital, la cual ha alterado la relación de los agentes económicos con el sistema financiero: las multinacionales ya no están interesadas en financiar su actividad a través de los bancos sino a través de los mercados de capitales; consecuentemente, los bancos se transforman a si mismos y sus operaciones se redirigen hacia las transacciones en los mercados de capitales y a estrechar su relación con los hogares a través del préstamo y manejo de activos financieros; y por último, los trabajadores están cada vez más involucrados con el sistema financiero en términos de préstamos, tenencia de activos financieros y, últimamente, la salud, la educación y las pensiones se articulan con los mercados de capitales.

Gerard Duménil y Dominique Lévy (2005), dos economistas de origen francés inscritos en la misma escuela de pensamiento, definen a la financiarización como el cambio estructural en la era posterior a 1980 caracterizada por el crecimiento de las empresas financieras, la creciente vinculación de empresas no financieras en las operaciones financieras y la tenencia de activos financieros por parte de los hogares.

Entre los aportes latinoamericanos al concepto de financiarización se pueden encontrar a Misas (2002) Giraldo (2007) y Guevara (2010; 2015). En su libro *La Ruptura de los 90. Del gradualismo al colapso*, el profesor Misas hace un análisis histórico entorno a los efectos producidos por la apertura económica (financiera y de bienes y servicios) sobre la economía y sociedad colombiana, esencialmente la fractura desprendida de la profundización financiera que dicha apertura generó a partir de la década de 1990.

Para Giraldo (2007), siguiendo la línea de la Escuela de la Regulación, la financiarización genera un nuevo orden social y político. Para este autor

La financiarización significa que en el proceso económico la lógica financiera se sobrepone a la lógica productiva. Es un fenómeno que se puede apreciar desde el punto de vista cuantitativo por el aumento sin precedentes de las transacciones de carácter financiero, y del cualitativo porque de un lado, el comportamiento de las empresas y los inversionistas se dirige más a buscar rentas financieras que ganancias en el proceso productivo, y del otro, porque la política económica privilegia la obtención de equilibrios macrofinancieros [...] (p. 89)

De la misma manera, el profesor Diego Guevara en su tesis de Maestría (2010) define la financiarización como “la consolidación del predominio de las lógicas financieras sobre las lógicas productivas, y en general el aumento de los roles y actores financieros en la economía (p. 60)”. En la tesis doctoral, donde se relaciona el auge de las finanzas con el incremento de la desigualdad en Colombia, Guevara (2015) complementa dicha definición agregando la idea de “dimensión problemática” que se desprende del predominio de las lógicas financieras sobre las lógicas productivas.

Como puede observarse después de la revisión conceptual del proceso de la financiarización, el concepto tiende a ser el mismo. De una u otra manera, los autores definen a la financiarización como una superposición del sector financiero al sector productivo con efectos negativos sobre este último. No obstante, la forma en cómo se aborda el proceso de la financiarización dentro de una economía determinada difiere. Para ilustrar este punto Orhangazi (2008) divide en tres las diferentes perspectivas: la primera, ondas de largo plazo; la segunda, la financiarización como parte del cambio estructural asociado con el neoliberalismo después de 1980; y la tercera, el cambio de rol de los mercados financieros relacionado con la gobernanza de las corporaciones financieras y no financieras (CNF).

### **2.1.2 La financiarización: desde el proceso**

La primera aproximación parte de hallar similitudes entre la expansión financiera actual y la expansión financiera de fines del siglo XIX. El mayor exponente de este tipo es el texto escrito, y ya mencionado, por Arrighi (2002). El autor intenta situar la financiarización dentro de una historia de los ciclos largos de desarrollo capitalista. Cada uno de estos

ciclos es liderado por un poder hegemónico y al final de cada uno se presenta una crisis de acumulación, lo cual origina un declive del poder y una sustitución del mismo por otro. Según Orhangazi (2008), Arrighi tiene “el mérito de traer la historia y el análisis de largo plazo a la comprensión de la financiarización, sin embargo, no propone una explicación satisfactoria de las interconexiones del fenómeno que observa.”

En la misma línea se encuentra Krippner (2005), quien intenta concretar la tesis de Arrighi enfocándose en los cambios en la naturaleza de los ingresos de las CNF en los Estados Unidos a través del comercio o la producción de commodities.” La conclusión de Krippner es que después de satisfacer el objetivo de proponer una nueva caracterización del creciente desarrollo en la economía estadounidense sustituyendo la perspectiva de las actividades por el de las acumulaciones, la financiarización es la característica más relevante: la acumulación se está dando fundamentalmente por canales financieros (Krippner, 2005).

El segundo tipo de aproximación hace referencia a los cambios implementados por la ideología neoliberal desde 1980 en los países anglosajones y desde 1990 en Latinoamérica. Después de la inestabilidad económica de 1970 con la crisis del petróleo, un nuevo conjunto de políticas se implementaron en los países anglosajones lideradas por Ronald Reagan en Estados Unidos y Margaret Thatcher en el Reino Unido, buscando a través de ellas la reducción de la intervención estatal en el mercado.

Según Crotty (2005), el cambio introdujo una paradoja en el sistema económico. Por un lado, existe un declive en el crecimiento de la demanda agregada y un incremento en la intensidad de la competencia en el mercado de productos financieros; y por otro, se pasó de unos mercados financieros pacientes que buscan rentabilizarse a largo plazo a unos mercados financieros cortoplacistas, los cuales presionan a las CNF a pagar mayores dividendos a los agentes financieros en un período corto de tiempo (Orhangazi, 2008).

Para Harvey (2005), la financiarización hace parte de una serie de desarrollos posteriores a 1980, incluyendo una reorientación de la economía estadounidense hacia la subcontratación y su transformación en una economía de servicios y rentistas. Adicionalmente, afirma Harvey, la creciente influencia de los mercados financieros está acompañada por una creciente participación de las CNF en negocios financieros.

Otra interpretación de la financiarización desde esta perspectiva es la de Sweezy y Magdoff (1987). En esta se plantea que existe una crisis de acumulación en el sector real, lo cual ha creado incentivos para que los capitales se desvíen hacia el sector financiero. Duménil y Lévy (2005), en la misma línea, afirman que los capitales financieros, después del choque petrolero en la década de 1970 y con el alza de las tasas de interés en Estados Unidos, han pugnado por recuperar sus privilegios y preeminencia. Según los autores, la política del alza de las tasas de interés responde más a una política deliberada presionada por el capital financiero y sus representantes en el gobierno, que a una respuesta política macroeconómica protocolaria.

La tercera perspectiva se enfoca en el cambio de la relación entre las CNF's y los mercados financieros. Los principales exponentes de dicha aproximación pertenecen a la Escuela Regulacionista Francesa y como se anotó con anterioridad, esta parte del estudio del concepto de valor del accionista. Según Aglietta y Rigot (2009), Aglietta y Rebérioux (2009), Aglietta y Berrebi (2007), Orléan (2006) y Boyer (2000) se ha presentado desde la década de 1980 un cambio en los modos de regulación y en el régimen de acumulación, pasando de ser fordista a uno guiado por las finanzas.

La dinámica, según los autores, está compuesta, fundamentalmente, por tres agentes: los accionistas, los cuales son la fuente de fondos de las empresas y a los cuales se les debe garantizar una rentabilidad; los gerentes, los cuales deben velar por el bienestar de las empresas y sus componentes; y los trabajadores, los cuales no poseen ninguna participación en el control de las empresas pero sus salarios son garantizados y sus derechos pensionales, de salud y educativos también lo son. El cambio parte de una metamorfosis en la relación entre los accionistas y los gerentes: si los segundos no mantienen el valor de la acción y, por tanto, la rentabilidad de los primeros, estos los presionan amenazando con vender o despidiendo a los segundos.

Por el lado de los gerentes, si las utilidades de la empresa que dirigen caen por razones administrativas o de choques externos, estos solo pueden recurrir a dos herramientas para que la rentabilidad de los accionistas no caigan y no se vean inmersos en una situación de compra hostil o despedidos: primera, endeudarse con los bancos para suplir la utilidad perdida o para recomprar las acciones que puedan ser vendidas por los accionistas y así presionar la acción al alza, ambas fuentes de desfinanciación de la

empresa (Arbeláez, 2006); o segunda, reducir costos a través de despidos para poder suplir las mismas falencias. Dado que recurrir a la segunda no representa un costo de capital a futuro como sí lo es el primero, la legislación ha permitido, a través de una flexibilización de los contratos laborales, que los empleados sean fácilmente despedidos para que así los gerentes dispongan de los recursos necesarios. Esto último afecta directamente el bienestar y estabilidad del sector productivo al reducir su demanda agregada por la desaparición de salarios pagados (Aglietta & Rebérioux, 2009).

Adicionalmente, aquellas instituciones que velan por los derechos de los trabajadores potencian la inestabilidad al estar inmersas en la lógica financiera y actúan, estas mismas como empresas, como es el caso de la seguridad social (Giraldo, 2007) o la educación (Guevara, 2013). Esta lógica financiera ha permitido que instituciones como las Administradoras de Fondos de Pensiones se conviertan en algunos de los inversionistas más importantes en el mercado de capitales. Estas nuevas condiciones económicas han hecho fundamental el mantener la estabilidad financiera para mantener la estabilidad macroeconómica. Los autores de la Escuela de la Regulación consideran este nuevo sistema un nuevo régimen de acumulación guiado por el sector financiero.

Teniendo este bagaje teórico en cuenta, el concepto de financiarización se sintetiza en un proceso mediante el cual se presenta una transferencia de los objetivos y el capital del sector productivo hacia el sector financiero. Según esta definición, la financiarización es simultánea a la existencia del sector financiero, ya que la intención misma de crear una entidad que pertenezca a este es ya una inversión, una transferencia de capital del sector productivo al sector financiero. Por tanto, la pregunta cuando se habla de financiarización no debe girar en torno a si esta existe o no ya que, con tan solo existir el sector financiero, ya se puede hablar de financiarización, sino que se debe investigar acerca del nivel de profundización de la financiarización en una economía determinada y de cómo se puede identificar dicha profundización.

La propuesta de este documento es que esta se puede evaluar desde un proceso directamente desprendido de la profundización: la privatización de la moneda. Este proceso parte de que el capital captado por las entidades financieras no se traslada al sector productivo, sino que, en su lugar, se redirige a la adquisición de instrumentos financieros, en su gran mayoría transables, como se evidenció en el primer capítulo.

Dichos instrumentos han adquirido las tres características de la moneda: unidad de cuenta, depósito de valor y medio de cambio. Son monedas creadas por entidades financieras, sobre las cuales el Banco Central no alcanza a tener el mismo control indirecto que tiene sobre el dinero circulante. Estas inversiones se han transformado en moneda privada. Es necesario, antes de proceder con el análisis del tercer capítulo, darle un carácter a la moneda diferente al que se le ha dado por la ortodoxia económica. En este caso, se utilizará el desarrollo teórico de Aglietta y Orléan (1990) y algunos de los documentos compilados en el libro editado por Bruno Théret (2013), en el cual se considera a la moneda no como un vector exógeno o como un bien, común sino como una institución, la cual funda y soporta una gran parte del contrato socio-económico actual.

## **2.2 La moneda como institución**

Según la teoría ortodoxa de la economía, el valor es fundamental en la caracterización de las economías de mercado, pero este se evalúa como si fuese una característica implícita de cada mercancía. Orléan (2013) anota que, bajo esta perspectiva, “la economía mercantil se presenta ante todo como una economía de trueque en la que las mercancías se intercambian por otras mercancías, de acuerdo con la relación de su valor (p. 580)”. De esta manera, se obvia el rol de institución de la moneda en las transacciones.

Esta concepción de la moneda parte de un concepto de sujeto económico diseñado para hacer que toda relación de intercambio o de mercado sea independiente del entorno en el cual está inmersa. Es decir, interioriza la lógica en los sujetos que hacen parte del intercambio. Es una comprensión del intercambio desde el intercambio mismo. Un punto en el espacio que parte de sí para llegar a sí. Esta apreciación ha reducido la moneda a un factor exógeno dentro de las transacciones y la economía imperante considera su alteración perteneciente al terreno de la ficción.

A partir de la perspectiva alternativa que pretende exponerse en este apartado, la moneda cumple el rol de institución reguladora de violencia y soportadora del contrato social de las economías de mercado y su búsqueda se presenta como “una forma

esencial de la necesidad mercantil (Orléan, 2013, p. 581).” Esta concepción parte de considerar a la relación social como algo elemental: “únicamente ella permite comprender la cohesión de una sociedad compleja.” (Aglietta & Orléan, 1990, p. 47). Para comprender esta dimensión de la moneda hay que pensar esta relación social elemental que constituye el intercambio mercantil y rechazar el sujeto idealizado por el neoclasicismo.

Según Aglietta y Orléan (1990), el economista alemán Karl Marx ya había rechazado en su obra la “concepción ontológica del sujeto económico y a de los economistas clásicos. (p. 48)” En lugar de situarse desde el intercambio para analizar el intercambio, Marx se situó desde el punto de vista de aquellos que intercambian. En este caso, existen dos sujetos cuyos puntos de vista se mantienen a través de una sucesión y no a través de una simultaneidad. Bajo esta mirada, el intercambio se torna violento porque uno de los sujetos impondrá su objetivo dentro del intercambio por encima del otro, mientras el otro intentará hacer lo propio para no afectar su situación. Se hace necesario, entonces, un ente mediador dentro de este antagonismo, el cual debe ser totalmente diferente de los dos protagonistas del intercambio. Este es la institución de lo social. “Así el intercambio no puede ser más que una relación ternaria, porque debe expulsar perpetuamente la violencia y reafirmar la legitimidad de la institución mediadora. (Aglietta & Orléan, 1990, p. 58)”

Aglietta y Orléan (1990) utilizan los aportes de la antropología moderna, particularmente la de René Girard, para entender y explicar el antagonismo presente en las relaciones de intercambio para así identificar y definir los tipos de violencia que se presentan por la ausencia de la tercera parte mediadora. Según Girard, “el deseo humano es un deseo del ser porque todo individuo sufre de una falta de ser. (Aglietta & Orléan, 1990, p. 59)” A diferencia de la teoría subjetiva del valor propugnada por los neoclásicos que considera que el deseo es un “puro objeto correlativo de un sujeto que nace en la plenitud del ser y que es libre e independiente (Aglietta & Orléan, 1990, p. 59)”. Aquella búsqueda del ser solo puede darse a través de otro que este en la misma situación. Pero el sujeto que es objeto de búsqueda es a su vez sujeto de búsqueda y ve al otro como objeto de búsqueda. Cada uno espera del otro que siga una doble orden contradictoria al imitarse, pero no hacer lo que el otro hace, y transforma a aquél que fue sujeto de búsqueda en rival. Se presenta así una rivalidad mimética; una relación sujeto-objeto-rival. Esta

excluye cualquier tipo de intercambio y lo imposibilita si no existe algún tipo de mediador, como se mencionó anteriormente. De no existir, la relación se torna violenta y los sujetos buscan, ahora, capturar el deseo del rival para hacerse con su ser. Según Aglietta y Orléan (1990) la muerte se encuentra al final del apaciguamiento del deseo.

Una sociedad capaz de desviar el deseo hacia el acaparamiento de los objetos, de mantener una distancia entre el valor de uso que se ambiciona y la persona del rival que lo posee, puede soportar una violencia mucho más grande que una sociedad en la cual los objetos son los símbolos representativos de las personas vivas o muertas. Ello es así, porque, en las sociedades “económicas” el cortocircuito mortal del deseo que busca apoderarse del otro puede ser más fácilmente conjurado. Es por ello que el robo tiende a remplazar el asesinato como forma principal de transgresión de las normas sociales. (p. 61)

Este tipo de violencia es sintetizado en tres grados de violencia por los mismos autores: la violencia esencial, la cual hace alusión a la violencia de los sujetos de búsqueda que los destruye a ambos y que excluye la coincidencia (imposible) de necesidades que haría posible un trueque; la violencia recíproca, en la cual los sujetos que intercambian no consiguen ponerse de acuerdo frente a la evaluación de los objetos que se busca convertir en valores de uso; y la violencia fundadora, en la cual se da un cambio cualitativo unánime que expulsa del conjunto de los objetos de búsqueda a un solo objeto no consumible y que es instituido como equivalente general de todas las mercancías. De estos grados de violencia surgen las tres funciones normalmente aceptadas de la moneda, además de la de institución reguladora: como medio de circulación, al distinguir el proceso de adquisición del ser opuesto entre venta y compra y le entrega a los sujetos de búsqueda la posibilidad de adquirir los objetos de búsqueda y de poseerlos cuando otro los quiera adquirir, eliminando la violencia esencial; como unidad de cuenta, en la cual se le designa a la moneda la manifestación abstracta de la soberanía y se anuncia la capacidad normalizadora de la institución; el sujeto de búsqueda deja de definirse a partir de las condiciones del rival y empieza a hacerlo a partir de una relación con la sociedad representada por el espacio monetario en su conjunto; y como medio de reserva, la cual indica una conjunción de la soberanía ideal de la moneda y la efectividad de cambio que esta posee en circulación. Bajo estas tres características se establece la moneda como institución (Aglietta & Orléan, 1990).

Como toda institución, su prevalencia se sostiene sobre la confianza que la sociedad, de la cual hace parte, le entrega. Desde el cambio de monedas metálicas por monedas de crédito, la confianza se presenta como un factor aún más relevante en la estabilidad de la moneda. El científico social Bruno Théret (2013) distingue dicha confianza en tres categorías: confianza metódica, confianza jerárquica y confianza ética. La primera hace referencia a la confianza básica, la credibilidad que una sociedad puede tener en una moneda y las funciones que cumple, anteriormente definidas; la segunda, la confianza jerárquica, se desprende de la garantía que un poder colectivo le puede dar a dicha moneda. En las sociedades mercantiles de la actualidad suele estar soportada por un Banco Central. Y la tercera, la confianza ética, hace referencia al sistema de valores y normas colectivas que fundamentan el sentido de pertenencia social con la moneda. En palabras de Théret (2013) :

Una moneda dispone de confianza ética cuando sus modos de emisión, distribución y circulación parecen asegurar la reproducción de la sociedad como comunidad de pertenencia, es decir, respeta sus valores y normas constitutivas...la confianza ética es a la confianza jerárquica lo que la legitimidad es a la legalidad... (p. 23)

## **2.3 La privatización de la moneda: la institución en la financiarización**

Después de comprendido el carácter de institución que le corresponde a la moneda, es preciso identificar el vínculo negativo existente entre esta y el proceso de la financiarización. Para ello es necesario volver al concepto de financiarización definido anteriormente como el proceso mediante el cual se presenta una transferencia de objetivo y capital del sector productivo al sector financiero. El canal que sirve a esta transferencia como puente entre uno y otro sector es la inversión.

La inversión del sector financiero, cuyo monto se obtiene del ahorro captado del público y/o de los rendimientos de operaciones realizadas anteriormente, tiende a dirigirse al mismo sector financiero a través de la adquisición de títulos valores, los cuales pueden ser de contenido crediticio, corporativos o de participación, y de tradición o

representativos de mercancías. Entre estos se pueden encontrar bonos, acciones, títulos de deuda del gobierno o instrumentos derivados. El sector financiero tiene una clara preferencia por obtener rendimientos a través de la especulación o el préstamo de dinero, en lugar de que se den a través de una inversión en el sector productivo, dado el cambio hacia al cortoplacismo de los mercados financieros mencionado por Crotty (2005).

Algunos de estos títulos valores poseen características similares y propias a las de la moneda, enunciadas anteriormente, sin poseer el carácter de institución. Estos son utilizados en transacciones como medio de cambio: dado que cada uno posee una rentabilidad o representa en sí, un valor, pueden ser fácilmente intercambiados; y como depósito de reserva: el valor de este tipo de activos es autorreferencial, como afirma Orléan (2006): se altera de acuerdo a la coyuntura de quien lo emite o del país en donde se encuentra o se transa el activo. Un reflejo de esto último es la crisis de 2008, cuando el valor de los instrumentos derivados que poseían como activos subyacentes a las hipotecas subprime se elevó rápidamente. Y, por último, unidad de cuenta.

Según el *Manual de Sectorización monetaria y económica* del Banco de la República (2013), el conjunto de estos instrumentos hacen parte de los agregados monetarios, es decir, la misma institucionalidad le da el carácter de moneda. Estos están divididos en: la base monetaria (BM), el efectivo circulante; M1, se define como las cuentas corrientes, emitidas por los bancos comerciales, más BM; M2, incluye a M1 más los cuasi-dineros, estos están compuestos por los depósitos de ahorro y los certificados de depósito a término en todos los plazos y condiciones de indexación; y M3, que incluye a M2 más otros pasivos sujetos a encaje no incluidos en M2, como los depósitos fiduciarios, los depósitos a la vista, y los bonos.

Esta clasificación indica que cada instrumento que representa moneda que pertenece a M3 que no es efectivo en poder del público, es un instrumento creado por las entidades financieras que pueden captar dinero del público. Es decir, entre mayor sea M3-BM mayor dinero no emitido por el Banco Central se encuentra disponible en el mercado.

Aquí se esclarece la relación entre moneda y financiarización. La transferencia de capital captado del público hacia el mercado financiero por parte de las entidades del sector financiero significa un incremento de los agregados monetarios que no se encuentran

bajo la jurisdicción del Banco Central. En otras palabras, como consecuencia de la financiarización, se produce un crecimiento de M3-BM, el cual es sinónimo de privatización de la moneda.

La implicación principal de la privatización de la moneda es la pérdida parcial del control sobre la estabilidad de esta por parte del Banco Central. Al no tenerlo, los equilibrios macrofinancieros, necesarios en la actualidad, como se vio anteriormente, para la estabilidad macroeconómica, se hacen más difíciles de alcanzar y las decisiones políticas se ven sometidas al albedrío de las entidades financieras. El profesor César Giraldo (2009), por ejemplo, hace un análisis de las obligaciones a que se ven sometidos los gobiernos en América Latina desde la liberalización de los mercados de bienes y servicios y de capitales en la década de 1990. Estos deben cumplir con un régimen fiscal al servicio de la deuda con el fin de que las empresas calificadoras no disminuyan la calidad de sus títulos y las entidades financieras, tanto nacionales como internacionales, se vean incentivadas a seguirlos adquiriendo.

Aunado a esta presión financiera, la privatización de la moneda reduce la capacidad de previsión y acción de las autoridades económicas sobre las crisis. Como se vio en el primer capítulo, las crisis parten de un aumento acelerado del nivel de precios ya sea de un bien o de un activo, sostenido por la especulación sobre el crédito. Después de que el apalancamiento se hace insostenible, los precios se desinflan y la economía entra en una crisis de liquidez. Al no tener control sobre la moneda, la inestabilidad intrínseca del sector financiero se incrementa y prever dichas crisis se torna en una tarea aún más complicada de lo que ha sido hasta la actualidad. Aglietta y Rigot (2009) y Aglietta y Rebérioux (2009) mencionan como ejemplo a la crisis de 2001, la crisis de Enron al empezar el siglo XXI, la Gran Recesión de 2008 y la crisis de la deuda europea de 2012. La disminución del control y la presión por estabilidad macrofinanciera proveniente de las entidades que emiten instrumentos financieros conduce a una fractura de la institución social fundamental de las economías mercantiles (Aglietta & Orléan, 1990): la moneda. Los tipos de violencia que se habían omitido a partir de su creación, resurgen y desequilibran las relaciones sociales de mercado. La crisis de liquidez que afecta los instrumentos financieros, los lleva a buscar refugio en el efectivo circulante: la moneda pública verdadera institución. Al ser M3 mayor a BM e incluso mucho mayor que M1, la

liquidez de la moneda pública es insuficiente para sostener a la moneda privada y se ingresa a una crisis sistémica.

Las consecuencias sobre el orden social, político y económico son más nefastas en los países con poca solidez económica (no desarrolladas y en vía de desarrollo). Con el fin de evitar la profundización de la financiarización en estos países, se hace necesaria una investigación robusta, para así entregar la información pertinente que permita tomar las decisiones de política más adecuadas. El capítulo siguiente pretende hacer un aporte en esa dirección para el caso colombiano.



## **3. Capítulo 3. Financiarización y privatización de la moneda en Colombia**

Generalmente, los académicos adeptos a la ortodoxia económica no consideran que el crecimiento del sistema financiera posea connotaciones negativas. A contrario, se considera que este es una fuente inagotable de información y de recursos y su represión implica una pérdida de oportunidades de inversión para los agentes del mercado. El fenómeno de la financiarización, entonces, no representa un retroceso en materia productiva o una amenaza a los derechos de la sociedad sino un avance en el desarrollo económico.

Al otro lado del espectro económico, los economistas heterodoxos consideran de alto riesgo la mayor presencia y relevancia de entidades financieras, y los instrumentos e innovaciones que estos crean, al interior de la actividad económica. Como se vio en el marco teórico, el incremento de su participación en la economía puede representar consecuencias nefastas para la estabilidad económica del país. Cuando el país afectado por una profundización del fenómeno de la financiarización carece, además, de una estructura económica sólida, el riesgo de lo nefasto es aún mayor. Este es el caso de Colombia.

### **3.1 Financiarización en Colombia**

Después de hacer una revisión histórica del comportamiento y desempeño de los establecimientos de crédito de las AFP en Colombia para el periodo comprendido entre los años 1985 y 2014, la financiarización en el país no representa una verdad que requiera mayor pericia o esfuerzo para ser comprobada, fundamentalmente por tres razones: 1) el cambio en la tenencia de activos financieros de los agentes en la economía; 2) el dinero

captado del público por parte de las entidades financieras aquí estudiadas se ha materializado en inversión, pero no en inversión productiva, sino en la adquisición de títulos valores e instrumentos financieros con características propias de la moneda, como evidencia Krippner (2005) en la economía estadounidense; y 3) se ha presentado un crecimiento acelerado en el número de los establecimientos de crédito y una reducción de las AFP. A pesar de ir en diferentes direcciones en cuanto al número, la dinámica de oligopolización es común para las dos.

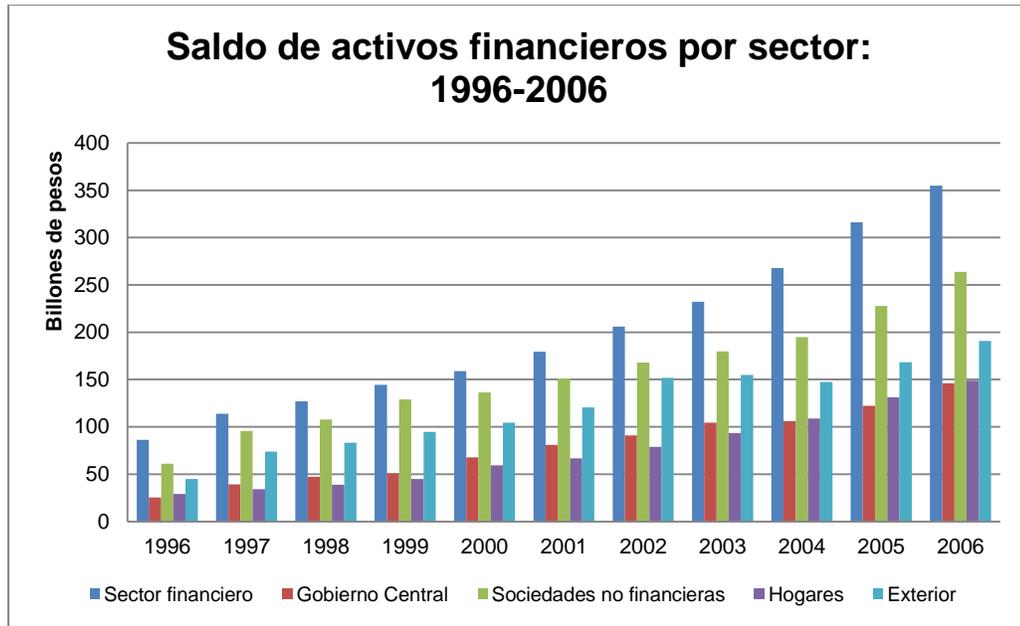
### **3.1.1 Nuevos tenedores de activos financieros**

Lapavitsas (2011), Crotty (2005) y Duménil y Lévy (2005), como se vio en el marco teórico, afirman que la financiarización se ha profundizado desde la década de 1980, destacando la transformación de las relaciones de los agentes del mercado (gobierno, hogares y CNF) con el sector financiero, haciendo hincapié en la relativamente reciente pero creciente participación de las CNF y de los hogares en este. Estos agregan que esto ha incrementado la inestabilidad de la economía real ya que las CNF son presionadas por los mercados financieros a entregar rentabilidades en el corto plazo y los hogares tienden voluntaria e involuntariamente, como se verá más adelante, a obtener activos y pasivos financieros.

En Colombia, este fenómeno se ha presentado conforme lo observaron los autores anteriormente nombrados en los países desarrollados. Como se puede ver en el Gráfico 3-I, el saldo de activos financieros por sector, es decir, la tenencia de activos financieros por sector se ha incrementado aceleradamente desde el año 1996, con notable participación de las sociedades no financieras, las cuales se ubican en el segundo lugar anualmente, solo por detrás del sector financiero, llegando a alcanzar para el año 2006 la cifra de 263.7 billones de pesos. Asimismo, cabe destacar el comportamiento de los hogares por dos razones: 1) a pesar de que ocupan el último lugar en cuanto a tenencia de activos financieros hasta el año 2003, para esta fecha la tenencia de activos representó la suma de 99 billones de pesos; y 2) después de este año, superaron al gobierno durante los años siguientes con 109, 131 y 149 billones de pesos en los años

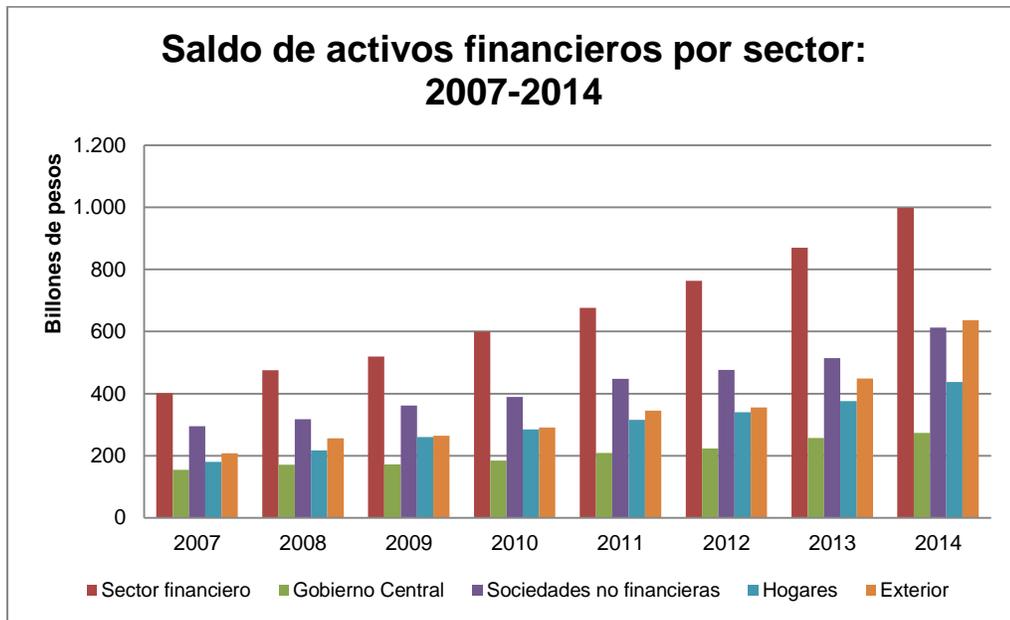
2004, 2005 y 2006, respectivamente, mientras el gobierno tuvo 106, 122 y 146 billones de pesos para los mismos años.

Gráfico 3-I Saldo de activos financieros por sector: 1996-2006



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de la República.

Gráfico 3-II Saldo de activos financieros por sector: 2007-2014

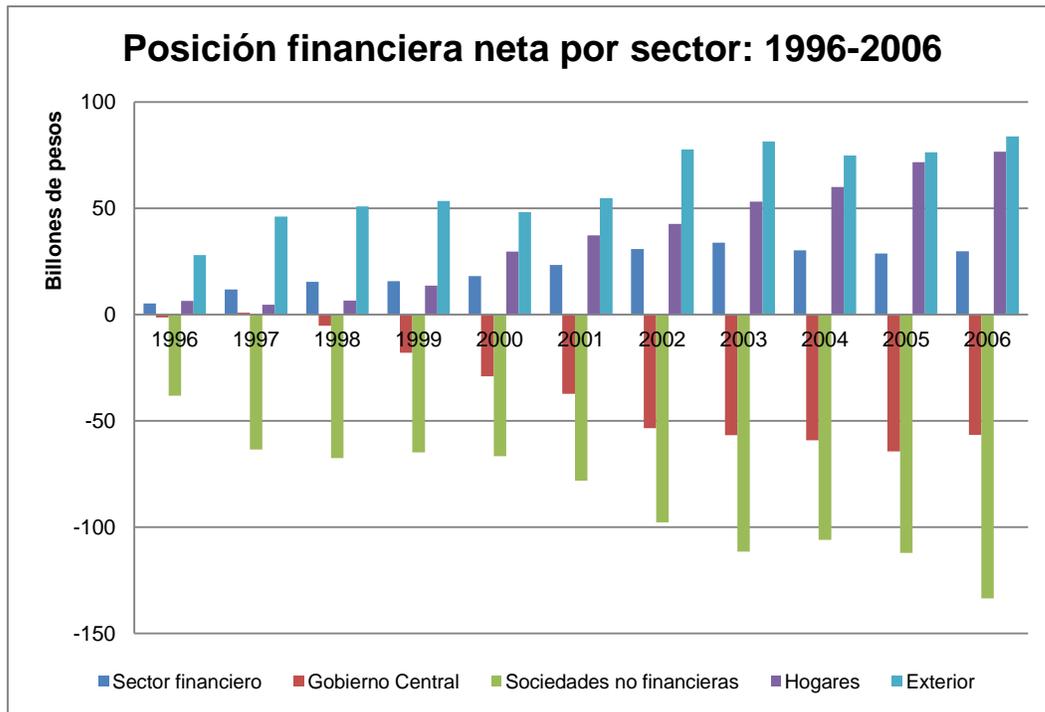


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de la República.

En el Gráfico 3-II se observa la misma tendencia creciente, pero la brecha de la tenencia de activos entre el gobierno y los hogares se ensanchó: para el año 2007, estos poseían 179.6 billones de pesos en activos mientras el gobierno tuvo 154.5 billones y para el año 2014, la cifra de los hogares se multiplicó por poco más de dos, alcanzando los 437.7 billones de pesos en activos, frente a los 273.9 billones del gobierno para la misma fecha. Por el lado de las sociedades financieras, estas siguieron ocupando el segundo lugar después del sector financiero, siendo superadas solamente en el año 2014 por la tenencia de activos en el exterior.

A lo largo de estos años, el sector financiero en general mostró un acelerado crecimiento de sus activos, como ya se anotó en el primer capítulo al analizar los establecimientos de crédito y las AFP por separado. De 86 billones de pesos que representaron sus activos para el año 1996, se pasó a 998 billones de pesos en el año 2014, once veces los activos financieros totales. Esto es una clara inclinación de los agentes hacia los mercados financieros, buscando alcanzar altas rentas en el corto plazo evitando invertir en el sector productivo, provocando un decaimiento en este.

Gráfico 3-III Posición financiera neta por sector: 1996-2006



---

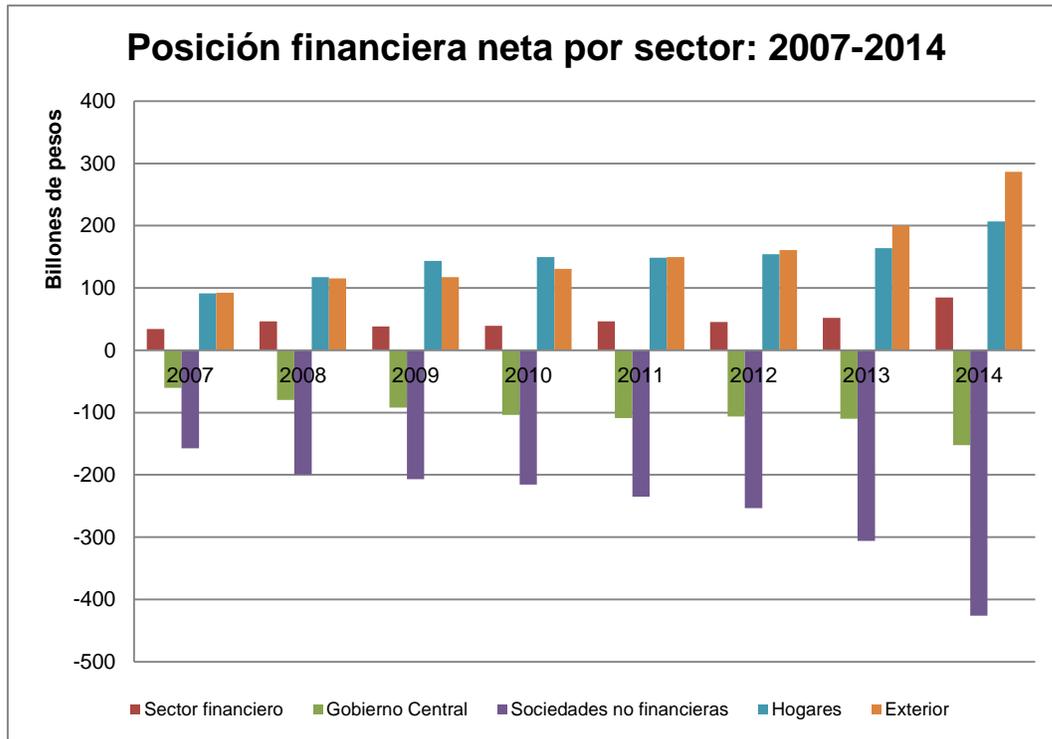
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de la República.

Así como se observa la creciente adquisición de activos financieros por parte de cada uno de los agentes, también se evidencia una falta de prudencia al momento de hacerla por parte del gobierno central pero, sobre todo, de las sociedades no financieras. Como se observa en los Gráficos 3-II y 3-IV, su posición financiera neta (activos financieros menos pasivos financieros) se deterioró aceleradamente. En 1996, esta fue de 38 billones de pesos y para el 2014 representó la cifra de 436 billones de pesos, multiplicando por doce veces su deuda financiera. No solo se muestra una preferencia ascendente por parte de las CNF de invertir en el mercado financiero sino que también se hace evidente que dicha inversión no se lleva a cabo de la manera más acertada. Esto puede ocasionar desestabilizaciones financieras con repercusiones en la economía real además del detrimento sobre el sector productivo que se realiza al elegir al sector financiero por encima del productivo para reinvertir.

En los Gráficos 3-V y 3-VI se descompone el pasivo de las sociedades no financieras en seis cuentas: Préstamos, Acciones y otras participaciones de capital, Reservas técnicas de seguros, Títulos, Otros depósitos y Otras cuentas por cobrar y pagar. Como se puede apreciar, a lo largo del periodo comprendido entre 1996 y 2016, la cuenta de Acciones y otras participaciones de capital son la fuente principal de los pasivos de las CNF en Colombia. Como anota Arbeláez (2006), la oferta de acciones por parte de las empresas para obtener financiación se ha convertido en una fuente de desfinanciación de las empresas. Estas han llevado al mercado de capitales el mecanismo de su autodestrucción.

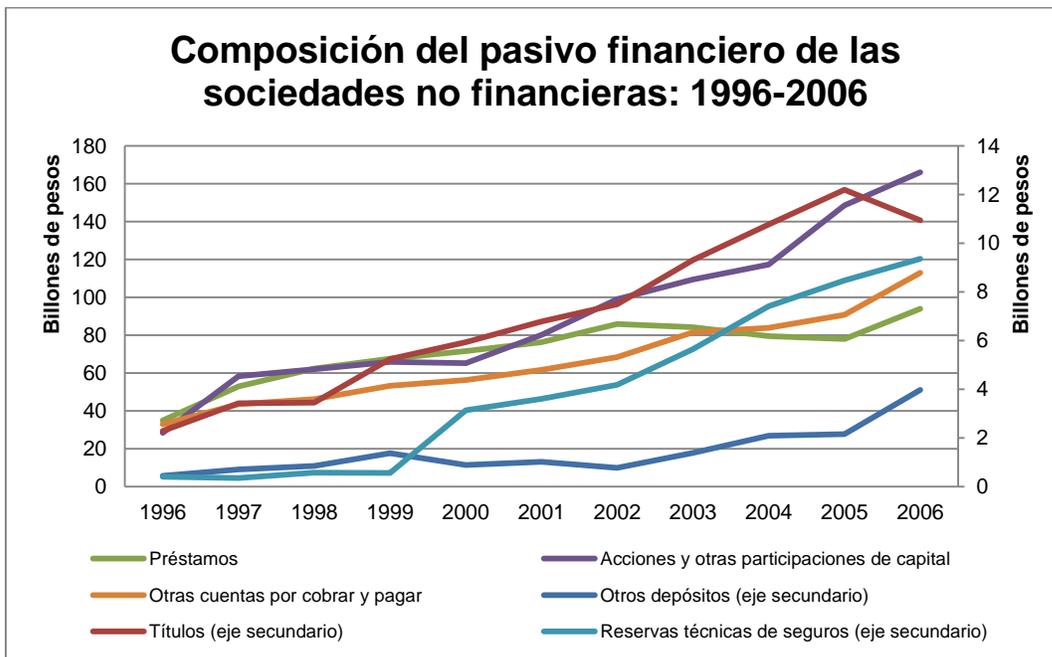
Aglietta y Rigot (2009) afirman que cuando las empresas no pueden cumplir con la rentabilidad exigida por los accionistas, los gerentes ponen en práctica las herramientas pertinentes que les permitan hacerlo para no enfrentarse a compras hostiles por parte de otros accionistas o empresas. Como se puede ver en los Gráficos 3-V y 3-VI, la segunda cuenta que más aporta a los pasivos de las CNF es la de Préstamos.

Gráfico 3-IV Posición financiera neta por sector: 2007-2014



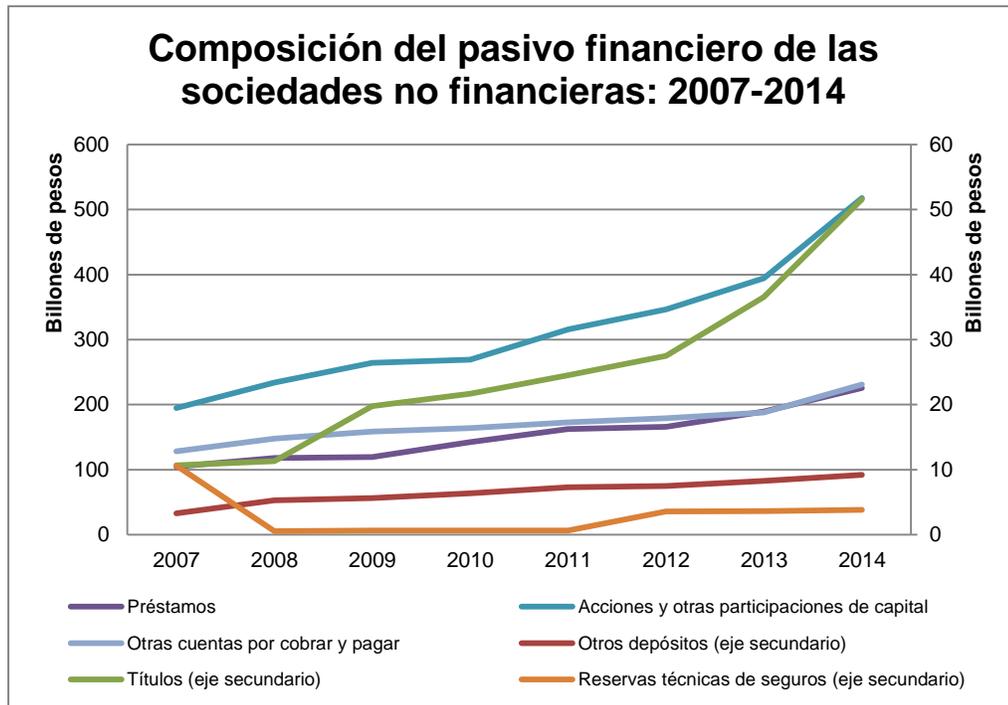
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de la República.

Gráfico 3-V Composición del pasivo financiero de las sociedades no financieras: 1996-2006



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de la República.

Gráfico 3-VI Composición del pasivo financiero de las sociedades no financieras: 2007-2014



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de la República.

### 3.1.2 Ahorro laboral y pensional a los mercados financieros

La transferencia de recursos del sector productivo al sector financiero, característica fundamental de la financiarización, se presenta en Colombia en la transferencia de los recursos captados del público por parte de los establecimientos de crédito (ahorro salarial) y de las AFP (ahorro pensional) a la adquisición de instrumentos financiero y/o títulos de deuda. A partir de la liberalización financiera de la década de 1990, encabezada por la Ley 45 de 1990 (sistema financiero) y la Ley 100 de 1993 (sistema de seguridad social) esta dinámica se ha incrementado aceleradamente y el protagonismo de las inversiones productivas lideradas por las entidades financieras ha ido desapareciendo para pasar a ser casi inexistente.

Entre 1989 y 1994, las inversiones estaban compuestas por: Inversiones voluntarias (CDT, certificados de cambio, títulos de ahorro cafetero, títulos de participación, títulos de fomento, bonos); Inversiones obligatorias (títulos de desarrollo agropecuario, bonos

nacionales de deuda interna, bonos de financiamiento especial); Inversiones del encaje (títulos de capitalización financiera, títulos de crédito de fomento, títulos de desarrollo agropecuario, cédulas hipotecarias, bonos de ahorro y vivienda); Derechos de recompra de Inversiones y Provisión de títulos de inversión. Como se observa en esta composición y en los Gráficos 1-IV y 1-V, en estos años una parte de la inversión se destinó al sector productivo: los establecimientos de crédito estaban obligados a conservar títulos de desarrollo agropecuario y de vivienda. No obstante, para 1994, con el auge del crédito externo y la nueva legislación, esto empezó a cambiar: la inversión se reunía en una única categoría: inversión financiera. En el Gráfico 1-IV se puede ver como las inversiones obligatorias fueron disminuyendo, mientras las voluntarias ascendían rápidamente.

Entre 1995 y 2001, las inversiones estaban compuestas por: Inversiones negociables, no negociables y hasta el vencimiento de renta fija (títulos emitidos por la nación, por entidades públicas, por establecimientos de crédito, por el Banco de la República y por residentes en el exterior); Inversiones negociables, no negociables y permanentes en renta variable (en corporaciones financieras, en fondos de pensiones, en fondos de cesantías, en comisiones de bolsa, en compañías de seguros, entre otros); Inversiones de cobertura (renta fija, renta variable, otros activos y pasivos); Derechos de recompra de inversión y Provisión de título de inversión (Ver Gráfico 1-IX). Desde este periodo, la inclinación de los establecimientos de crédito y de las AFP fue de adquisición de títulos valores que les ofrecieran un rendimiento alto a corto o largo plazo. La única canalización del ahorro hacia la inversión productiva fue a través de los créditos, sin embargo, el aumento de liquidez concluyó en la crisis de fin de siglo.

Los canales de inversión después de entrado el nuevo siglo no se alteraron y el éxito alcanzado por las inversiones realizadas anteriormente en títulos valores, la recuperación de la confianza del público después de la crisis de fin de siglo y las condiciones propicias de financiamiento externo, trazaron la ruta de la composición de la inversión en los años subsiguientes.

Desde el año 2001 al 2014, las inversiones de las entidades financieras se destinaron a: Inversiones negociables, no negociables y para mantener hasta el vencimiento en títulos de deuda (títulos de deuda pública interna y externa emitidos por la nación, títulos

procedentes de titularización de cartera hipotecaria, títulos emitidos por bancos exteriores, títulos emitidos por organismos multilaterales); Inversiones negociables y no negociables de títulos participativos (acciones de alta y baja liquidez bursátil, participación en fondos comunes ordinarios, participación en fondos de inversión, participación en fondos de pensiones); Inversiones disponibles para venta de títulos de deuda (títulos de deuda pública interna y externa emitidos por la nación) (Ver Gráfico 1-XII). En este punto la intención de inversión de los establecimientos de crédito y las AFP es clara: obtener rendimientos a partir de la compra, tenencia y venta de títulos valores con una preferencia por los títulos de deuda: las AFP, para 2014, ya se habían consolidado como las mayores tenedoras de deuda pública interna colombiana con un porcentaje del 32% de su portafolio de inversión. El dinero que no fue destinado a la compra de títulos de deuda, se destinó a la compra de títulos de participación, acciones en su mayoría de las otras entidades financieras existentes.

Estas condiciones son reflejo de que el dinero que se debe aportar obligatoriamente a pensiones y que se ahorró en los establecimientos de crédito, en lugar de ser transmutado en una inversión productiva de largo plazo que genere empleo y que permita la reproducción de la sociedad y la distribución de la riqueza, está siendo empleado para adquirir títulos valores, incurriendo en riesgos que pueden provocar crisis sistémicas y ensanchando las brechas de desigualdad (Guevara, 2015).

En adición, la relación de las inversiones realizadas, anteriormente descritas, con los activos, los ingresos y las utilidades del sector financiero, reflejan cuatro aspectos: 1) el éxito obtenido tanto por los establecimientos de crédito como de las AFP en la adquisición, tenencia y venta de títulos valores e instrumentos financieros; 2) la tendencia futura de la composición de inversión como consecuencia de dicho éxito; 3) el creciente monto de capital transferido al sector financiero que implica una incipiente superposición del sector financiero al sector productivo; y 4) el crecimiento y la consolidación del sector financiero en Colombia. Dados estos aspectos, es difícil pensar que el sector financiero cambie la senda por la que ha transcurrido los últimos 26 años.

### 3.1.3 Crecimiento y concentración en el sector financiero

La inversión realizada por los establecimientos de crédito y las AFP le ha permitido a estas crecer aceleradamente, consolidarse y concentrarse. Por parte de los establecimientos de crédito, estos se han caracterizado por un crecimiento no solo en términos de activos, ingresos y utilidades sino por el número en sí de los establecimientos de crédito existentes. Para 1989, estos eran 41, en 1990, con la nueva legislación cayeron a 30, pero para 1994 ya eran 37. Para el año 2001, sin importar las absorciones, fusiones y las entidades intervenidas por las autoridades económicas durante y después de la crisis, el país contaba con 49 establecimientos de crédito. Para 2014 alcanzaron la cifra de 59. Este hecho muestra el interés y atractivo económico que suscita el sector financiero a causa del éxito obtenido durante los últimos años: el crecimiento acelerado de sus utilidades atrajo a un gran número de inversionistas y entidades financieras que, como consecuencia, doblaron en 24 años del número de establecimientos del país.

A pesar de que se considera que un número alto de la oferta de establecimientos de crédito genera una competencia sana con beneficios para el consumidor de bienes financieros y para la economía en general, se debe tener en cuenta que, como se mencionó anteriormente, esta parte del sistema financiero colombiano sigue una lógica de oligopolización al concentrar, a través de grupos económicos los beneficios y las decisiones en pocas entidades. Para el año 2014, los Grupos AVAL (Banco de Bogotá, Popular, Occidente y AV Villas), Antioqueño (Bancolombia) y Bolívar (Davivienda), poseían poco más del 63% de los activos totales de los establecimientos de crédito.

El caso de las AFP es diferente pero tiende a mostrar una dinámica equiparable. Lo diferente es que el número se redujo desde 1995 en lugar de incrementarse. Para este año, la cantidad de AFP en Colombia era de 13, para el 2001 eran tan solo ocho y para el 2014 eran cuatro: Porvenir, Protección, Skandia y Colfondos (Ver Gráficos 1-XV y 1-XXII). Lo equiparable es que, como se puede apreciar en el Gráfico XXV, el sistema de pensiones ha tendido a concentrarse y con mayor notoriedad que los establecimientos de crédito. Para el año 2014, Porvenir (propiedad del Grupo AVAL) y Protección (propiedad del Grupo Antioqueño) poseían el 85% de los activos totales de las AFP, con las mismas

consecuencias para los usuarios de este tipo de entidades financieras. La diferencia radica en que las AFP velan por un derecho de la sociedad constatado en la Constitución Política, como se vio en el Capítulo 1 y se considera que no son creadores de moneda a pesar de poseer portafolios de inversión similares a los de los establecimientos de crédito.

El desempeño del sector financiero en Colombia, como se vio en el Capítulo 1 a partir de Kindleberger, es inestable por definición; dos crisis internas en menos de veinte años es una muestra de ello. Adicionalmente, la oligopolización que se ha desarrollado en los establecimientos de crédito y las AFP genera una oligopolización de los riesgos en que se incurre al comprar títulos valores e instrumentos financieros. De esta oligopolización de los riesgos se desprende una ilusión de control que infravalora el riesgo, característica de los momentos de auge y euforia previos al paroxismo y la deflación de los precios de los activos que concluyen en crisis. La inestabilidad del sector financiero se ha incentivado y dado que el bienestar de la economía en general depende del equilibrio de este, una crisis sistémica se ha hecho más probable.

### **3.2 Privatización de la moneda**

La crisis sistémica referida en el apartado anterior tiene origen en una fractura del contrato social de las economías de mercado soportado por la institucionalidad de la moneda, definida en el marco teórico. Las condiciones normales de la moneda que permiten su estabilidad y prevalencia y, por ende, la proyección de estas sobre la sociedad, se ven afectadas en este caso particular por la privatización y concentración de las cual está siendo víctima la moneda en el sector financiero colombiano.

El gran cúmulo de recursos dirigidos a la adquisición de títulos valores e instrumentos financieros por parte de los establecimientos de crédito y las AFP da origen a una dinámica negativa sobre la moneda. Estos títulos e instrumentos poseen características propias de esta institución: unidad de cuenta, depósito de reserva y medio de cambio. Asimismo, su “estabilidad” está “garantizada” por los mismos tipos de confianza enunciados en el marco teórico: metódica, jerárquica y ética. No obstante, no pueden ser considerados parte de la institución de la moneda dado que son instrumentos que solo

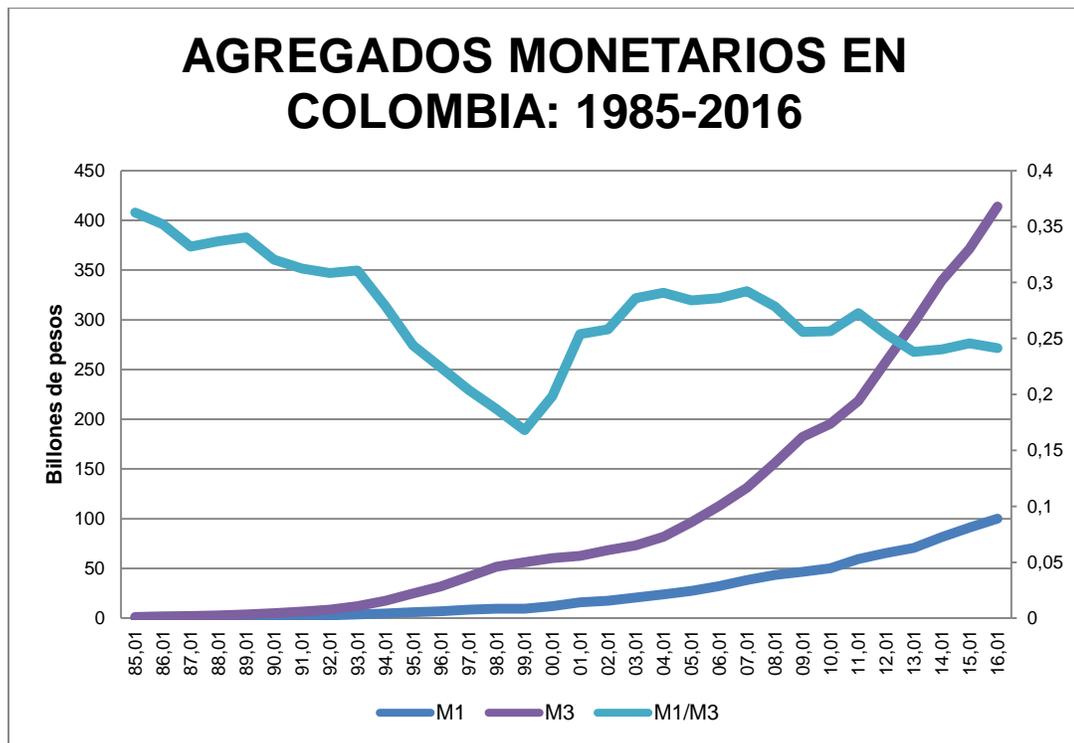
pueden ser utilizados por la pequeña parte de la población que tiene acceso al monto de capital necesario que ha de emplearse para su compra. Es decir, son una moneda que no dirime la violencia entre todos los posibles protagonistas de un intercambio, solo de algunos. Es una moneda privada. Adicionalmente, estos instrumentos con características de moneda dependen no solamente de una estabilidad financiera del país en donde son utilizados y/o de aquellos en donde se adquirieron, sino también de una calificación positiva por parte de las empresas dedicadas a evaluarlos.

La privatización de la moneda se evidencia en el comportamiento de los agregados monetarios en Colombia durante el período evaluado. Este sigue la misma tendencia que la inversión, los activos, los ingresos y las utilidades de los establecimientos de crédito y las AFP: aceleradamente ascendente. Como se observa en el Gráfico 3-VII la relación M1/M3 ha ido decayendo con el pasar de los años, mientras para 1985 era del 35%, para 1997 fue de 21% y para el año 2014 estaba por debajo del 25%. Esto indica una desaparición acelerada de la participación de la moneda-institución y la restante. Es preciso anotar como la relación llega a su mínimo justo en el año en los años en que estalla la crisis de fin de siglo en Colombia, alcanzando el 17%. El comportamiento de los agregados monetarios es, además, una muestra de la pérdida de control por parte del Banco de la República sobre la moneda en Colombia. Para el año 2014, un 25% de los agregados monetarios podía ser intervenida y controlada por este; el 75% restante estaba en manos y bajo el control y supervisión de los emisores de moneda privada, encabezados por los establecimientos de crédito y las AFP. El profesor Gabriel Misas en su libro *La ruptura de los 90. Del Gradualismo al colapso* (2002), anota que “la profundización de la liberalización financiera al inicio de la década de los noventa –por parte de la administración Gaviria- hizo más difícil la situación de las autoridades monetarias”. (p 144)

Este tipo de moneda tiene, además, una doble connotación: aunque solo unos pocos tienen acceso a ella y pueden utilizarla como moneda, un suceso que provoque una alteración en sus condiciones normales tiene repercusiones sobre toda la población. En momentos de crisis, el pánico producto de la deflación de los precios de los activos financieros genera una obsesión por la liquidez (Aglietta & Rebérioux, 2009). Estos activos pierden las características de moneda que poseían en los puntos de auge y euforia y sus poseedores buscan afanosamente el intercambio de estos por moneda

circulante. En otras palabras, en momentos de crisis los poseedores del 75% intentan soportar sus pérdidas con el 25% en manos del público. En este punto es cuando se fractura el contrato social y se presentan las condiciones necesarias para el resurgimiento de la violencia que había dirimido la institucionalización de la moneda: desempleo, decrecimiento, caída de los ingresos, inflación, etc. Como ejemplo, durante la Gran Recesión de 2008, la caída en el precio de los activos financieros, sobre todo en los instrumentos derivados cuyo activo subyacente eran las hipotecas subprime provocó una crisis a nivel general desde el puesto más alto en el sector financiero hasta el ciudadano de a pie.

Gráfico 3-VII Agregados monetarios en Colombia: 1985-2016



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de la República.

En Colombia, no solo se toman los recursos de los ahorradores para invertir en títulos valores e instrumentos financieros, sino que a partir de dicha adquisición se incrementan los riesgos de inestabilidad y de crisis sistémicas. El ahorrador pensional y salarial, sin saberlo, entrega su dinero a los establecimientos de crédito y las AFP no solo para financiar la desigualdad, sino también para poner la estabilidad macroeconómica en riesgo.



## 4. Conclusiones

Se llevó a cabo una evaluación del comportamiento y desempeño del sistema financiero colombiano, específicamente de los establecimientos de crédito y de las administradoras de fondos de pensiones, para el periodo comprendido entre 1985 y 2014, prestando especial atención a los cambios en la legislación, lo mostrado en los estados financieros y las dinámicas internas y externas que hubiesen tenido repercusiones directas sobre el sector.

Después de realizada la observación, las principales apreciaciones obtenidas fueron que la financiarización en la economía colombiana se ha profundizado, lo cual puede tener repercusiones nefastas, dada la falta de solidez de la estructura económica; y que este fenómeno de la financiarización ha desencadenado una dinámica negativa con vínculo directo con la moneda: está se ha privatizado como resultado del incremento de la inversión en los instrumentos financieros realizada por los agentes aquí estudiados.

En primer lugar, se afirma que la financiarización, entendida esta como la transferencia de capital, objetivos y esfuerzos del sector productivo hacia el sector financiero, se ha profundizado en la economía colombiana por tres razones: 1) se ha presentado un cambio en la tenencia de activos financieros, en la cual la participación de las sociedades no financieras y los hogares se ha incrementado rápidamente; 2) los establecimientos de crédito y las administradoras de fondos de pensiones han destinado los recursos captados del público a la inversión en y adquisición de todo tipo de títulos valores y de instrumentos financieros, es decir, el ahorro salarial y pensional se invierte en productos financieros. Dicha inversión posee rendimientos atractivos que reflejan: un desempeño exitoso de las entidades financieras; una tendencia futura a seguir por la misma senda a raíz de dicho éxito; un incremento en la transferencia de recursos del sector productivo al financiero; mayor crecimiento del sector financiero; y una posible superposición del sector

financiero al sector productivo, característica de una financiarización profundizada; y 3) la concentración y la oligopolización presente al interior tanto de los establecimientos de crédito como de las administradoras de fondos de pensiones genera una ilusión de control y por consiguiente una infravaloración de riesgo que promueve la inversión en el sector financiero.

Esta situación de financiarización al interior de la economía colombiana incrementa la probabilidad de crisis sistémicas. Estas tienen origen en la fractura del contrato social establecido por la institucionalización de la moneda como ente que dirime la violencia existente entre los protagonistas del intercambio. La moneda es víctima de privatización y de concentración ya que todos y cada uno de los títulos e instrumentos financieros adquiridos por las entidades financieras poseen características propias de aquella: unidad de cuenta, depósito de reserva y medio de cambio; y, adicionalmente, solo unos pocos tienen acceso a dichos instrumentos financieros. Los agregados monetarios reflejan que la relación M1/M3 ha disminuido: para el año 2014 esta era de 0.25. Es decir, la mayoría de la población tiene acceso al 25% de la moneda mientras que el restante 75% está al alcance de solo unos pocos. Este tipo de moneda tiene una doble connotación: aunque solo unos pocos puedan adquirirla, poseerla y venderla, las repercusiones resultado de alguna alteración de esta se dan en toda la sociedad. En momentos de crisis, estos instrumentos pierden las facultades de la moneda y se vuelven ilíquidos, cuando sus precios empiezan a descender, los propietarios buscan afanosamente intercambiarlos para evitar pérdidas en la moneda que permanece líquida. En otras palabras, en momentos de crisis, el 75% pierde sus facultades de moneda y busca resguardar su valor en el 25%, situación en la cual se dan las condiciones necesarias para la fractura del contrato social: desempleo, inflación, caída de ingresos, etc.

En Colombia, el sector financiero toma los recursos de los ahorradores para invertir en títulos valores e instrumentos financieros y a partir de dicha inversión se incrementan los riesgos de inestabilidad y de crisis sistémicas. El ahorrador colombiano, sin saberlo, financia la desigualdad y la potenciación del riesgo.

## Bibliografía

(2011). *Constitución Política de Colombia*. Bogotá: Leyer.

Aglietta, M., & Rigot, S. (2009). *Crise et rénovation de la finance*. Paris: Odile Jacob.

Aglietta, M., & Berrebi, L. (2007). *Désordres dans le capitalisme mondial*. Paris: Odile Jacob.

Aglietta, M., & Orléan, A. (1990). *La violencia de la moneda*. Bogotá: Siglo XXI Editores.

Aglietta, M., & Rebérioux, A. (2009). *El capitalismo financiero a la deriva: el debate sobre el gobierno de empresa*. (F. Arbeláez, Trad.) Bogotá: Universidad Externado de Colombia.

Arbeláez, F. (2006). La dialéctica de las finanzas: ¿Aristóteles versus Hegel? *Odeón*(3).

Arévalo, D. (2006). La protección al adulto mayor: entre la dádiva y el derecho. En Y. Le Bonniec, & Ó. Rodríguez Salazar, *Crecimiento, equidad y ciudadanía, hacia un nuevo sistema de protección social* (págs. 283-325). Bogotá: CID; Universidad Nacional de Colombia.

Arrighi, G. (2002). *Long twentieth century*. Londres: Verso.

Avella, M. (2007). El acceso de Colombia al financiamiento externo en el siglo XX. En J. Robinson, & M. Urrutia, *Economía colombiana del siglo XX: un análisis cuantitativo* (págs. 517-584). Bogotá: Fondo de Cultura Económica.

Banrep. (Noviembre de 1987). El crédito bancario y los medios de pago. *Revista del Banco de la República*, V-XIV.

Banrep. (17 de Junio de 2013). *Manual de sectorización monetaria y económica*. Recuperado el 18 de Septiembre de 2016, de Banco de la República: <http://www.banrep.gov.co/economia/pli/sectormon.pdf>

Barreto, F. (2012). La crisis del sistema UPAC como crisis social y su dimensión jurídica: política, regulación y neoconstitucionalismo. En M. Urrutia, & J. Llano, *Los actores en la crisis económica de fin de siglo* (págs. 101-162). Bogotá: Universidad de los Andes.

Bértola, L., & Ocampo, J. (2013). *El desarrollo económico en América Latina desde la independencia*. México D. F.: Fondo de Cultura Económica.

Boyer, R. (2000). Is a Finance led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and society*, 29(1), 111-145.

C. d. (19 de Febrero de 1945). *Ley 6ª de 1945*. Recuperado el 6 de Agosto de 2016, de Alcaldía de Bogotá: [www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=1167](http://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=1167)

C. d. (20 de Diciembre de 1985). *Ley 117 de 1985*. Recuperado el 30 de Julio de 2016, de DMS Jurídica:

<http://www.dmsjuridica.com/CODIGOS/LEGISLACION/LEYES/1985/L0117de1985.htm>

C. d. (18 de Diciembre de 1990). *Ley 45 de 1990*. Recuperado el 4 de Agosto de 2016, de Bolsa de Valores de Colombia:

[https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Mercado\\_de\\_Valores/Leyes?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27\\_11de9ed172b\\_-](https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Mercado_de_Valores/Leyes?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27_11de9ed172b_-)

[2ecd7f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps](http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Mercado_de_Valores/Leyes?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27_11de9ed172b_-2ecd7f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps)

C. d. (17 de Enero de 1991). *Ley 9ª de 1991*. Recuperado el 2 de Agosto de 2016, de Banco de la República:

<http://www.banrep.gov.co/economia/pli/LEY09DE1991CONHIPERVINCULOS-1.pdf>

C. d. (29 de Diciembre de 1992). *Ley 31 de 1992*. Recuperado el 2 de Septiembre de 2016, de Banco de la República:

[http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/reglamentacion/archivos/ley\\_31\\_1992\\_compendio.pdf](http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/reglamentacion/archivos/ley_31_1992_compendio.pdf)

C. d. (23 de Diciembre de 1993). *Ley 100 de 1993*. Recuperado el 25 de Julio de 2016, de Secretaría general del Senado:

[http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley\\_0100\\_1993.html](http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0100_1993.html)

C. d. (5 de Enero de 1993). *Ley 35 de 1993*. Recuperado el 2 de Agosto de 2016, de Secretaría general del Senado:

[http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley\\_0035\\_1993.html](http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0035_1993.html)

Caballero, C., & Urrutia, M. (2006). *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX*. Bogotá: Editorial Norma.

- Chesnais, F. (1994). *La mondialisation du Capital*. Paris: Syros.
- Corte Constitucional. (2011). *Sentencia T-719/11*. Sentencia, Corte Constitucional de Colombia, Bogotá.
- Crotty, J. (2005). The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and "modern" financial markets on non-financial performance in the neoliberal era. En G. Epstein, *Financialization and the world economy* (págs. 77-110). UK: Edward Elgar.
- Díaz-Alejandro, C. (1984). Latin American debt: I don't think we are in Kansas anymore. *Brooking papers on economic activity*, 2.
- Duménil, G., & Lévy, D. (2005). Costs and benefits of Neoliberalism: a class analysis. En G. Epstein, *Financialization and the World Economy* (págs. 17-45). Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Epstein, G. (2005). *Financialization and the world economy*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Fedesarrollo. (2010). *El sistema pensional en Colombia: retos y alternativas para aumentar la cobertura*. Fedesarrollo, Bogotá.
- Giraldo, C. (2005). Financiarización: un nuevo orden social y político. En U. N. Colombia, *Sistemas de protección social: entre la volatilidad económica y la vulnerabilidad social*. Bogotá: CID; Universidad Nacional de Colombia.
- Giraldo, C. (2007). *¿Protección o desprotección social?* Bogotá: Ediciones desde abajo.
- Giraldo, C. (2009). *Finanzas públicas en América Latina: la economía política*. Bogotá: Ediciones desde abajo.
- Guevara, D. (2010). *Financiarización y educación superior, nuevos espacios para el capital financiero en el tercer milenio. Un estudio de caso para Colombia*. Tesis (Maestría), Universidad Nacional de Colombia, Bogotá.
- Guevara, D. (2013). Educación superior y financiarización. En C. Giraldo, *Política social contemporánea en América Latina: entre el asistencialismo y el mercado*. Bogotá: Ediciones desde abajo.
- Guevara, D. (2015). *Auge de las finanzas y desigualdad en la distribución del ingreso, un estudio desde la perspectiva de la financiarización para Colombia 1980-2008*. Universidad Nacional de Colombia. Bogotá: Universidad Nacional de Colombia.
- Krippner, G. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review*, 173-208.

- Lapavitsas, C. (2011). Theorizing financialization. *Work, Employment and Society*, 25(4), 611-626.
- Marichal, C. (2010). *Nueva historia de las grandes crisis financieras: una perspectiva global, 1873-2008*. Bogotá: Random House Mondadori.
- Misas, G. (2002). *La ruptura de los 90: del gradualismo al colapso*. Bogotá: Universidad Nacional de Colombia.
- Ocampo, J. (2007). *Historia Económica de Colombia*. Bogotá: Planeta.
- Ocampo, J. A. (2015). *Una historia del sistema financiero colombiano*. Bogotá: Portafolio; Asobancaria.
- Orhangazi, Ö. (2008). *Financialization and the US economy*. Northampton: Edward Elgar.
- Orléan, A. (2006). *El poder de las finanzas*. (F. Arbeláez, Trad.) Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Orléan, A. (2013). Crisis de soberanía y crisis monetaria: la hiperinflación alemana de los años 1920. En B. Théret, *La moneda develada por sus crisis* (págs. 577-614). Bogotá: Universidad Nacional de Colombia FCE.
- Ortega, F. (Diciembre de 1986). La política económica en 1986. *Revista del Banco de la República*, 3-25.
- P. d. (8 de Octubre de 1982). *Decreto 2920 de 1982*. Recuperado el 14 de Agosto de 2016, de Sistema Único de Información Normativa: <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1877027>
- P. d. (24 de Diciembre de 1982). *Decreto Ley 3742 de 1982*. Recuperado el 4 de Agosto de 2016, de [forvm.com.co/wp-content/uploads/2015/03/DECRETO-3742-DE-1982-1.docx](http://forvm.com.co/wp-content/uploads/2015/03/DECRETO-3742-DE-1982-1.docx)
- P. d. (16 de Noviembre de 1998). *Decreto 2330 de 1998*. Recuperado el 14 de Agosto de 2016, de Secretaría general del Senado: [http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/decreto\\_2330\\_1998.html](http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/decreto_2330_1998.html)
- Palley, T. (2007). Financialization: what it is and why it matters. *Working paper*(525). Presidencia de la República de Colombia. (23 de Mayo de 2008). *Decreto 1796 de 2008*. Recuperado el 14 de Agosto de 2016, de Superintendencia Financiera de Colombia: [https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Normativa/dec1796\\_08.pdf](https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Normativa/dec1796_08.pdf)

- Rodríguez Salazar, Ó. (2005). Avatares de la reforma del sistema de seguridad social, Ley 100 de 1993. En U. N. Colombia, *Sistema de protección social: entre la volatilidad y la vulnerabilidad social* (págs. 177-232). Bogotá: CID; Universidad Nacional de Colombia.
- Salama, P. (1996). Financiarización excluyente en las economías latinoamericanas. *Revista Comercio Exterior*, 537-548.
- Sawyer, M. (2013). What is Financialization? *International Journal of Political Economy*, 42(4), 5-18.
- Stockhammer, E. (2010). Financialization and the global economy. *Political Economic Research Institute*.
- Théret, B. (2013). *La moneda develada por sus crisis*. (J. Cabra, Trad.) Bogotá: Universidad Nacional de Colombia.
- Thorp, R. (1998). *Progreso, pobreza y exclusión: una historia económica de América Latina en el siglo XX*. New York: BID.
- Uribe, J. D. (2013). El sistema financiero colombiano: estructura y evolución reciente. *Revista del Banco de la República*, 86(23), 5-17.
- Urrutia, M., & Llano, J. (2012). *Los actores en la crisis económica de fin de siglo*. Bogotá: Universidad de los Andes: Facultad de Economía.
- Villabona, J. (2012). Concentración, Oligopolio y grandes utilidades en la Banca Colombiana: 2000-2009. *Documentos Escuela de Administración y Contaduría Pública*.