

# NOTA EDITORIAL DICIEMBRE DE 2000

## EL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO

**E**l sistema financiero colombiano experimentó importantes transformaciones durante las tres últimas décadas del siglo XX. Aunque con algunas interrupciones, según las ideas y circunstancias macroeconómicas del momento, los esfuerzos de liberalización financiera se iniciaron en 1974, se profundizaron posteriormente durante los primeros años de la década de los 80 y se consolidaron con la apertura económica de comienzos de los años 90. Paralelamente se hicieron progresos importantes en el fortalecimiento de la regulación prudencial, en el aumento de los requisitos de capital, en la conversión de un número de entidades financieras en establecimientos de crédito y en la dedicación exclusiva del Banco de la República a su papel de autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, eliminando las funciones de banco de fomento que antes le correspondían. El conjunto de estas transformaciones significó un cambio de perfil del sistema financiero colombiano que le permite jugar hoy en día un papel más activo en la promoción del crecimiento económico.

Pero, ¿qué tanto se ha avanzado? La respuesta a esta pregunta contiene dos componentes. El primero es el examen de nuestra propia historia. La mayor parte de los trabajos sobre el tema utilizan este enfoque. No es difícil anticipar que si comparamos la situación de finales del siglo XX con la prevaleciente antes de las transformaciones anotadas encontraremos grandes progresos: el volumen de intermediación financiera ha cre-

cido, los bancos han ganado importancia, nuevas instituciones especializadas se han desarrollado, el mercado accionario ha aumentado. Pero aunque estas son buenas noticias, no es evidencia suficiente para responder la pregunta planteada; una evaluación completa requiere, como segundo componente, una comparación internacional.

El propósito de esta Nota Editorial es responder a la pregunta planteada con el estudio de los dos componentes identificados. Por ser menos conocida, primero, se presenta la comparación internacional y luego se prosigue con un breve examen de la evolución histórica del sistema financiero colombiano. Puesto que el diagnóstico que se ofrece a partir de este ejercicio sólo es relevante en la medida en que el desarrollo del sistema financiero contribuya al crecimiento económico, en la sección final se discutirán someramente los mecanismos a través de los cuales se produce esta interrelación.

## ***I. COMPARACIONES INTERNACIONALES: ESTRUCTURA FINANCIERA Y DESARROLLO ECONÓMICO***

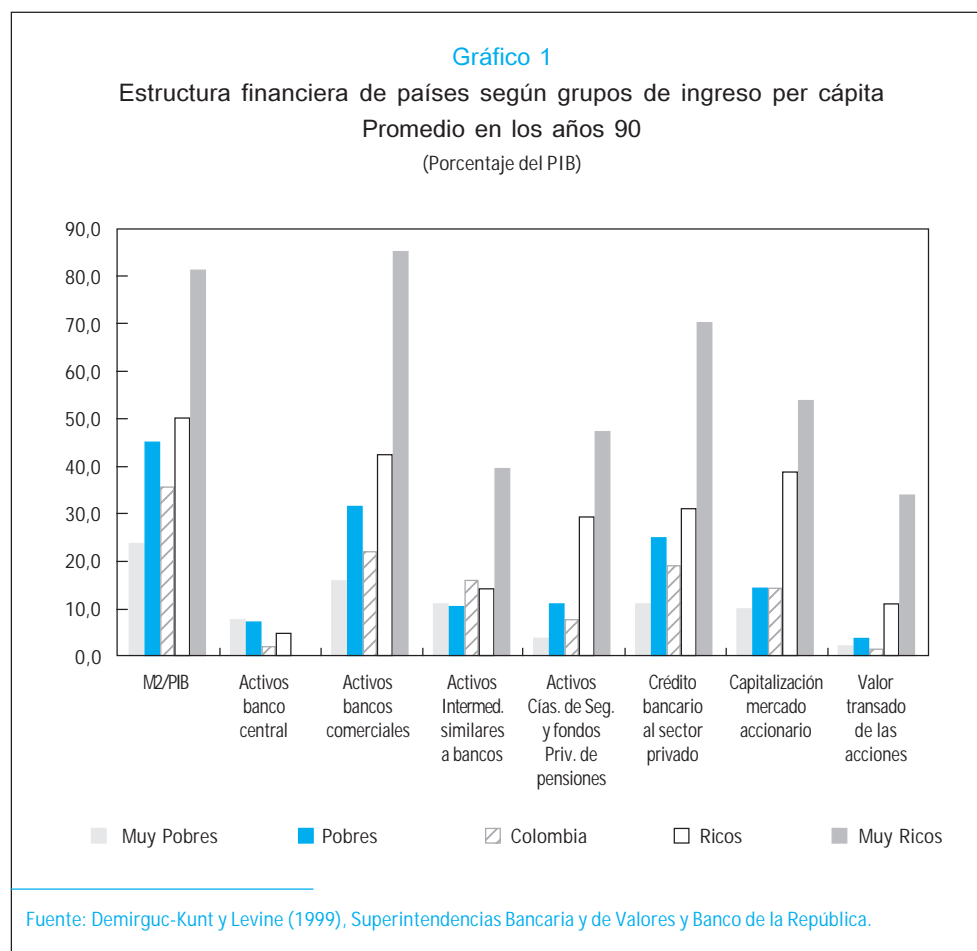
Cuando se analizan las diferentes etapas del desarrollo económico se observa que existe una fuerte correlación positiva entre el desarrollo del sistema financiero y el nivel de ingreso per cápita de los países. Igualmente, se puede establecer que la estructura financiera de los países difiere a medida que estos se desarrollan económicamente. Por ejemplo, el papel de los bancos comerciales en la asignación de crédito al sector privado gana importancia mientras que el del banco central disminuye. Por su parte, los intermediarios financieros diferentes de los bancos, como las compañías de seguros y los fondos de pensiones, crecen en importancia, y el mercado accionario aumenta en tamaño y actividad.

La evidencia al respecto se presenta en el Gráfico 1 y -para mayor precisión- en el Cuadro 1. Los países con los que se hace la comparación se han clasificado en grupos que van desde los “muy pobres” hasta los “muy ricos”<sup>1</sup>. Los correspondiente indicadores para Colombia se presentan individualmente.

En primer término, se observa que los habitantes de los países “muy ricos” mantienen *activos líquidos (M2)* en el sistema financiero que equivalen al 81,0% del Producto Interno Bruto (PIB), mientras que los de los países “muy pobres” conservan sólo el equivalente al 24,0% del

PIB. En Colombia, esta proporción es del 36,0%, cifra inferior a la del promedio de los países “pobres”, grupo al cual pertenece el país, según su nivel de ingreso per cápita (Gráfico 1).

En los países “muy ricos”, los *activos de los bancos comerciales* representan una proporción del PIB que supera el 80,0%, cifra mucho mayor que la correspondiente relación en los países “muy pobres” (16,0%). En contraste, para *los activos domésticos del banco central* ocurre lo contrario: son más altos como proporción del PIB en los países muy pobres y pierden importancia en los muy ricos. Este comportamiento obedece a que en los países más pobres los bancos centrales continúan asumiendo funciones de banco de fomento, o de financiación del déficit del sector público, funciones además asociadas a mayores tasas de inflación. En el caso colombiano la proporción de los *activos de los bancos comerciales* con respecto al PIB es inferior a la del grupo de los países pobres (22,0% vs. 32,0%), mientras los activos del banco central son inferiores



**Cuadro 1**  
Desarrollo financiero y PIB real per cápita en 1995

Indicadores	Muy Ricos	Ricos	Pobres	Colombia	Muy pobres
<b>I. Intermediarios financieros</b>					
<i>Tamaño</i>					
M2 / PIB	0,81	0,50	0,45	0,36	0,24
Activos domésticos / PIB					
Bancos comerciales	0,85	0,42	0,32	0,22	0,16
Banco central	0,04	0,05	0,07	0,02	0,08
Otros similares a bancos	0,39	0,15	0,11	0,16	0,11
<i>Actividad</i>					
Crédito sector privado / PIB					
Bancos comerciales	0,70	0,31	0,25	0,19	0,11
Otros similares a bancos	0,35	0,18	0,06	0,15	0,05
<i>Eficiencia</i>					
Margen bruto operacional / Activos	0,03	0,05	0,06	0,06	0,05
<i>Concentración 1/</i>	0,63	0,68	0,67	0,44	0,81
<b>II. Mercado accionario</b>					
<i>Tamaño</i>					
Capitalización bursátil / PIB	0,54	0,39	0,14	0,15	0,10
<i>Actividad</i>					
Valor acciones transadas / PIB	0,34	0,11	0,04	0,02	0,02
<i>Eficiencia</i>					
Tasa de rotación 2/	0,59	0,32	0,29	0,11	0,18
<b>III. Otros mercados de capital</b>					
<i>Mercado de bonos 3/</i>	0,57	0,15	0,09	0,05	0,00
<i>Otros 4/</i>	0,47	0,30	0,11	0,08	0,04
Compañías de seguros	0,22	0,14	0,08	0,05	0,04
Fondos de pensiones y cesantías	0,25	0,16	0,03	0,03	0,00
<b>Ingreso per cápita</b>	US\$9,386 o más	US\$3,036 - US\$9,385	US\$766 - US\$3,035	US\$1,432.39	US\$765 o menos
<b>Observaciones</b>	32	29	43	1	47
<p>1/ Concentración: Activos tres bancos más grandes / Activos bancarios.                  2/ Tasa de Rotación: Valor acciones transadas / Total valor acciones listadas.                  3/ Saldo en circulación / PIB.                  4/ Activos / PIB.</p> <p>Fuente: Demirguc-Kunt y Levine (1999), Superintendencia Bancaria, Superintendencia de Valores y Banco de la República.</p>					

(2,0% vs. 7,0%). En Colombia, a mediados de los años 90 ya se habían desmontado las operaciones de crédito de fomento o de crédito directo al sector público financiado con recursos de emisión.

La interacción entre el sistema financiero y el sector privado es mucho mayor en los países más desarrollados. De un lado, el *crédito bancario al sector privado* equivale al 70,0% del PIB en los países “muy ricos” y

11,0% en los países “muy pobres”. De otro, las *transacciones de acciones en bolsa* representan cerca del 35,0% del producto en los países más ricos, mientras que en los países muy pobres sólo alcanzan el equivalente al 2,0% del producto. En Colombia, el *crédito bancario al sector privado* es del 19,0% del PIB, monto inferior al correspondiente indicador para el grupo de países pobres (25,0%). Igual cosa ocurre con el *valor transado de las acciones*, que en Colombia representan 2,0%, inferior al 4,0% del grupo de países pobres y sólo comparable con la actividad bursátil de los países muy pobres.

Otra característica del desarrollo del sistema financiero es que a medida que tanto éste como la nación crecen, la participación de la intermediación financiera realizada por entidades diferentes a los bancos, tales como las *compañías de seguros* y los *fondos de pensiones*, tiende a ser mayor con respecto, no sólo a los bancos comerciales, sino también frente a las corporaciones financieras y de ahorro, o a los bancos de desarrollo. En efecto, en los Estados Unidos, Suecia y Corea estas instituciones proveen más crédito al sector privado que los mismos bancos. Los *activos de las compañías de seguros* y los de *fondos de pensiones y cesantías* en los países con alto nivel de ingreso suman aproximadamente 50,0% del producto, mientras que en los países con muy bajos niveles de ingreso tan sólo representan el 4,0% del producto. Colombia, por su parte, muestra un desarrollo mixto en este frente. Los *activos de las compañías de seguros y los fondos de pensiones y cesantías* son inferiores al promedio observado en el grupo de naciones pobres, mientras que el tamaño correspondiente a los “otros intermediarios financieros”, tales como corporaciones financieras y de ahorro y los bancos de desarrollo, es superior al que se alcanza en el grupo de naciones pobres.

El desarrollo del mercado de capitales registra un patrón similar al descrito para los intermediarios financieros a medida que crece el nivel de ingreso. Las relaciones de *Capitalización/PIB*, que mide el *tamaño*, y de *valor de acciones transadas/PIB*, que mide la *actividad*, se elevan a medida que las naciones incrementan su nivel de ingreso per cápita. En particular, las naciones “ricas” tienen, en promedio, un mercado accionario tres veces más grande y más activo que las naciones pobres. Los países con mayores niveles de desarrollo de su mercado de capitales son Australia, Gran Bretaña, Hong Kong, Malasia, Holanda, Singapur, Suiza, Suecia, Tailandia y los Estados Unidos. Hay naciones con mercados de capitales grandes, pero no muy activos, como Chile. Otros países como Alemania y Corea tienen mercados activos, pero pequeños.

En Colombia, el mercado de acciones creció durante los años 90 y actualmente su tamaño se sitúa en un nivel similar al promedio de los países “pobres” (15,0% del PIB). No obstante, su nivel de actividad tiende a ser inferior al de este grupo de países.

Los mercados financieros también son más eficientes y menos concentrados a medida que nos movemos de países más pobres hacia países más ricos. El *margen bruto operacional*, medido como la diferencia entre los ingresos y egresos financieros, menos los gastos operacionales, es un indicador usual de *eficiencia*, sobre el cual influyen muchos factores, especialmente el margen de intereses. En general, márgenes operacionales pequeños suelen representar mayor competencia en el sistema. Para los países muy ricos dicho margen asciende a 3,0% de los activos, en tanto que para los muy pobres equivale a 6,0%. En Colombia este margen se sitúa en el 5,0% de los activos, casi el mismo nivel del promedio de los países pobres. En cuanto a la *concentración*, medida a través de la proporción de los activos de los tres bancos más grandes en el total de activos de los bancos, los datos de los países muestran una tendencia a disminuir a medida que aumenta el nivel de ingreso. Por ejemplo, en Japón y los Estados Unidos, el índice de *concentración* está alrededor del 20,0%, mientras que en países como Nigeria o Nepal, el mismo se sitúa alrededor del 85,0%. En promedio, los países muy ricos tienen una *concentración* del 63,0%, y los muy pobres del 81,0%. En Colombia el indicador de *concentración* aparece muy bajo, 44,0% (Cuadro 1). Sin embargo, más que de un elevado grado de competitividad, este resultado se explica principalmente por el bajo nivel de capitalización de los principales intermediarios financieros.

## **II. EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO EN COLOMBIA 1980-1999**

Hasta comienzos de los años 70 la economía colombiana tipificaba el estilo de represión financiera descrita por McKinnon en su trabajo clásico de 1973. La intervención del gobierno era muy importante en los mercados financieros y tomaba principalmente tres formas. Primera, controles administrativos que impedían que las tasas de interés estuviesen determinadas por el mercado. Segunda, altos requerimientos de encaje e inversiones forzosas en títulos del gobierno, y tercera, intervención del banco central en el mercado de crédito mediante líneas de redescuento canalizadas a través de fondos de fomento.

De otra parte, durante la década del 70 se presentó un debilitamiento del mercado de capitales. Esto llevó a una modificación progresiva del esquema de financiación de las empresas, la cual llevó a que las mismas pasaran a depender primordialmente del crédito comercial y de fomento, y menos de la emisión de acciones. La existencia de un régimen tributario que penalizaba las operaciones de capitalización y favorecía las de endeudamiento, las restricciones a la inversión extranjera, y el aumento de la rentabilidad de los principales instrumentos de ahorro financiero explicaron, en gran medida, este fenómeno.

A partir de 1974 se inició un proceso de reforma financiera orientado a reducir las restricciones sobre el sistema bancario y de intermediación. Dicha reforma contempló una elevación generalizada de las tasas de interés pasivas -aunque continuaron sujetas al control del gobierno- y la liberación de la tasa de interés del crédito ordinario del sistema bancario. Adicionalmente, se emprendió un desmonte gradual de las inversiones forzosas y se limitó la utilización de emisión primaria para financiar los fondos de fomento (Fajardo y Rodríguez, 1980). Con esta reforma se rompía el esquema teórico vigente hasta comienzos de los años 70 que subestimaba la generación de ahorro, mientras se trataba de estimular la inversión a través de tasas de interés subsidiadas.

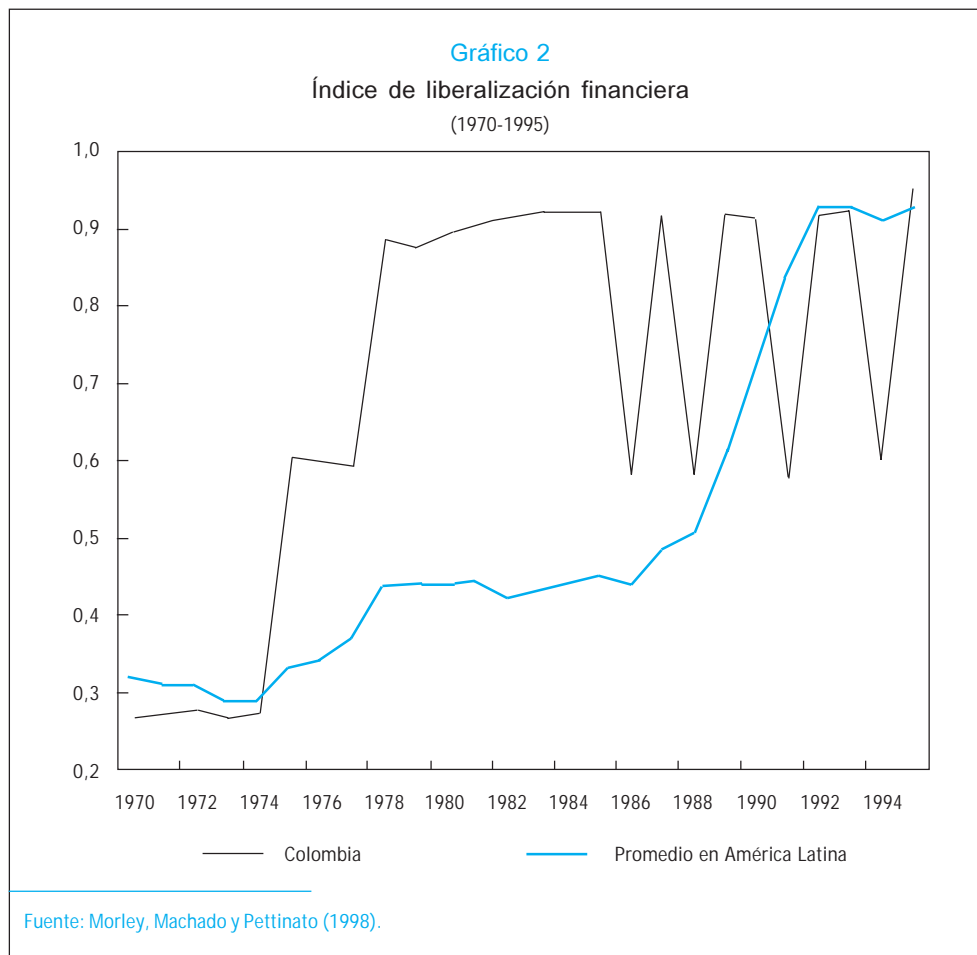
El proceso de liberación financiera que se había iniciado con la reforma de 1974, se vio limitado por el control monetario necesario exigido por la acelerada acumulación de reservas internacionales, producto de la bonanza cafetera de la segunda mitad de los años 70. Con el régimen cambiario de minidevaluaciones y control de cambios, el Banco de la República adquirió la mayor parte de las divisas generadas por la bonanza, a fin de evitar una abrupta revaluación. Esto a su vez provocó una drástica expansión monetaria que el banco central se vio precisado a esterilizar para evitar un desborde inflacionario. Entre las medidas más importantes se destacaron: la imposición de encajes marginales, hasta llegar al 100,0% sobre los depósitos en cuenta corriente; el incremento progresivo de los encajes desde el 10,0% hasta del 25,0% para los CDT, y desde el 2,0% hasta el 15,0% para los depósitos en UPAC; la imposición de depósitos de importación, aceleración de giros al exterior y restricciones al endeudamiento externo, y finalmente, como instrumento más novedoso, la colocación forzosa de certificados de cambio a fin de posponer la monetización de divisas. En este ambiente de controles resultaba muy difícil proseguir con la liberación financiera.

A comienzos de los años 80, concluida la bonanza cafetera, se retomó el proceso de liberación financiera con dos decisiones fundamentales: la liberación, en 1980, de la tasa de interés de los Certificados de Depósito a Término y la congelación del encaje marginal del 100,0% que venía rigiendo desde tres años atrás. Con estas medidas comenzaba una nueva etapa en el funcionamiento del sector financiero en Colombia.

Durante el período 1990-1992 se inició un ambicioso programa de modernización económica orientado a mejorar la eficiencia de la asignación de recursos e incrementar la competitividad. Tal programa incluyó una serie de reformas estructurales diseñadas para alcanzar una tasa de crecimiento del 5,0% anual y una reducción significativa de la tasa de inflación. Con respecto al sector financiero, las leyes 45 de 1990 y 35 de 1993 redefinieron el papel y la estructura del sistema financiero. Entre otras cosas, se simplificaron las reglas de entrada y salida de intermediarios<sup>2</sup>; se estableció un esquema cercano a banca universal orientado a reducir la especialización; se introdujo una regulación prudencial más estricta; se eliminaron las barreras existentes para la inversión extranjera en el sector, y se desmontó el esquema de crédito de fomento del Banco de la República. Adicionalmente, mediante modificaciones en la legislación tributaria se eliminó la doble tributación para tratar de promover el desarrollo de los mercados de acciones y del mercado interno de bonos.

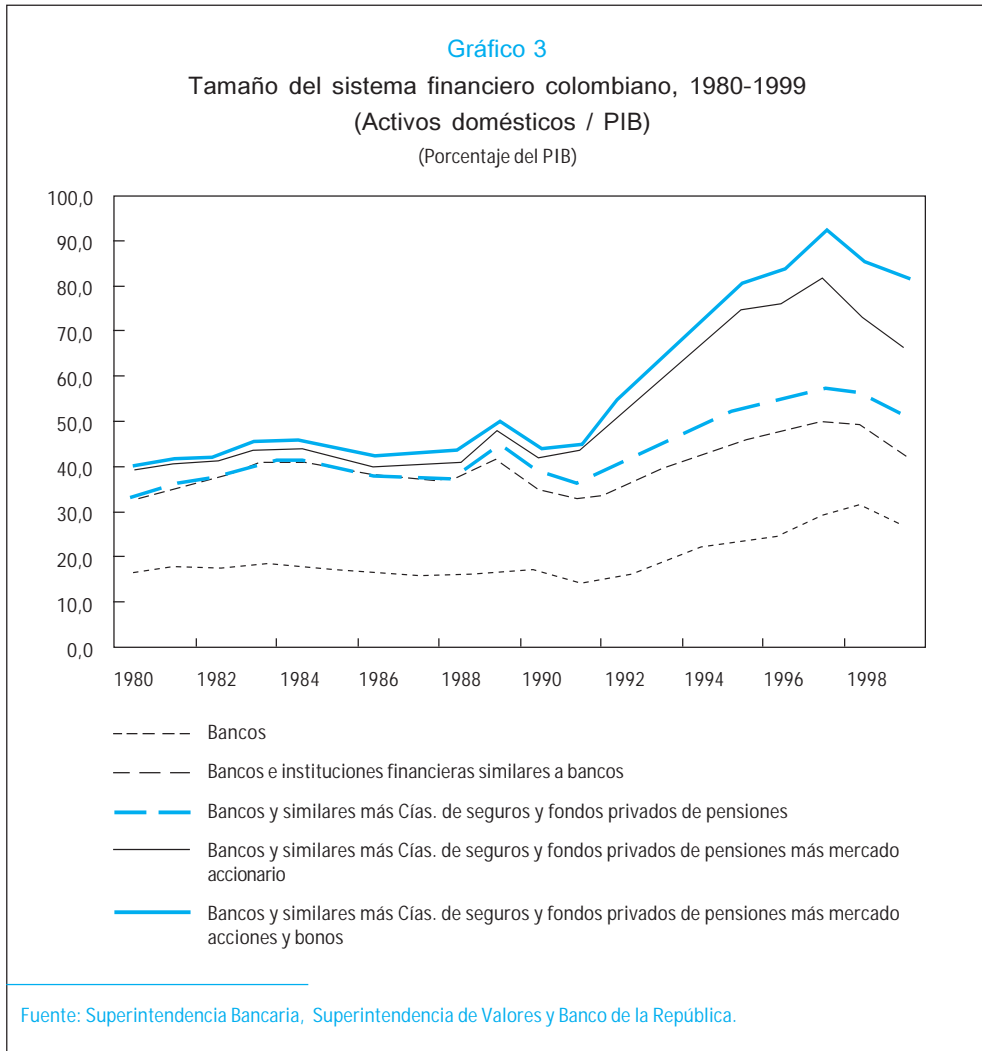
El proceso de liberación financiera brevemente descrito en los párrafos anteriores se refleja en el índice de liberalización financiera propuesto por Morley, Machado y Pettinato (1998)<sup>3</sup>. Como se aprecia en el Gráfico 2, desde mediados de los años 70 Colombia alcanza un sistema financiero más “libre” que el promedio de países en América Latina, con la excepción de algunos años en los cuales se controlaron las tasas de interés.

A continuación, se muestra, desde 1980, el efecto de los progresivos esfuerzos de liberación y modernización del sistema financiero en los tres indicadores “típicos” de desarrollo del sistema financiero: el tamaño, la actividad y la eficiencia. Al igual que en la sección anterior, en la definición de estos indicadores se siguen los criterios utilizados por Levine y sus coautores en una serie de trabajos recientes (v. gr. Demirgüç-Kunt y Levine, 1999).



### A. El sistema financiero global a partir de 1980

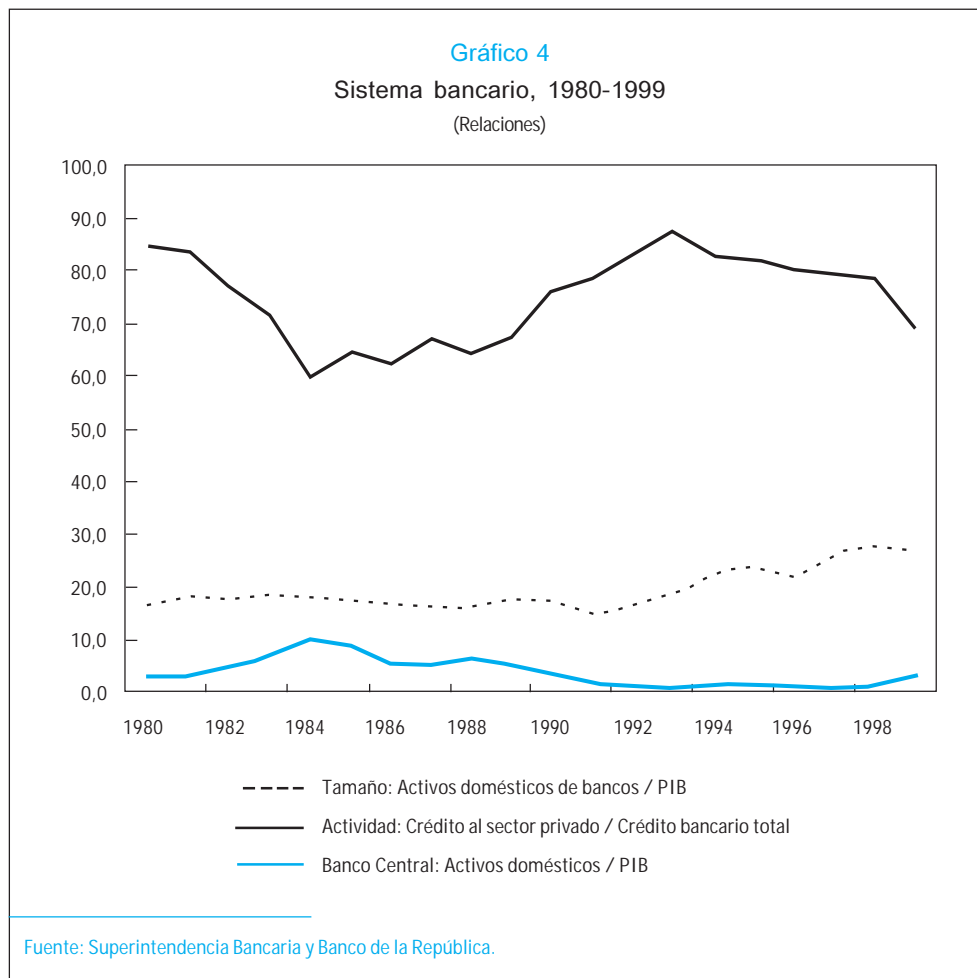
En los años 80, los activos domésticos totales del sistema financiero colombiano crecieron cerca de 10 puntos porcentuales del producto. Este crecimiento se dio principalmente en los intermediarios financieros diferentes a los bancos, en particular las corporaciones de ahorro y vivienda. Por su parte, la importancia del mercado accionario, compañías de seguros, fondos de pensiones y el mercado de bonos era muy baja o inexistente (Gráfico 3). Durante los años 90, se dio un crecimiento importante de todos los intermediarios financieros que llevó casi a duplicar el *tamaño* del sistema financiero, medido de nuevo como la proporción de los activos domésticos a PIB. En los dos últimos años de la década se presentó una reducción del tamaño del sistema, lo cual sugiere que parte del crecimiento previo no fue sostenible.



## B. Sector bancario, 1980-1999

Según se mencionó, en 1980 se introdujeron cambios fundamentales al mercado monetario y financiero. Los controles fijados durante la bonanza cafetera de los años 70 para manejar la liquidez de la economía habían incrementado la canalización de fondos prestables a través del mercado no institucional. A fin de permitir a los intermediarios competir con el mercado y disminuir los controles al sistema, la Junta Monetaria liberó las tasas de interés pasivas del sector financiero y congeló el encaje marginal del 100,0%. Esto se vio reflejado en un pequeño aumento del *tamaño* del sistema bancario entre 1980 y 1983 (Gráfico 4).

Sin embargo, la liberación de las tasas de interés no estuvo acompañada de los mecanismos de control y regulación financiera apropiados. Al

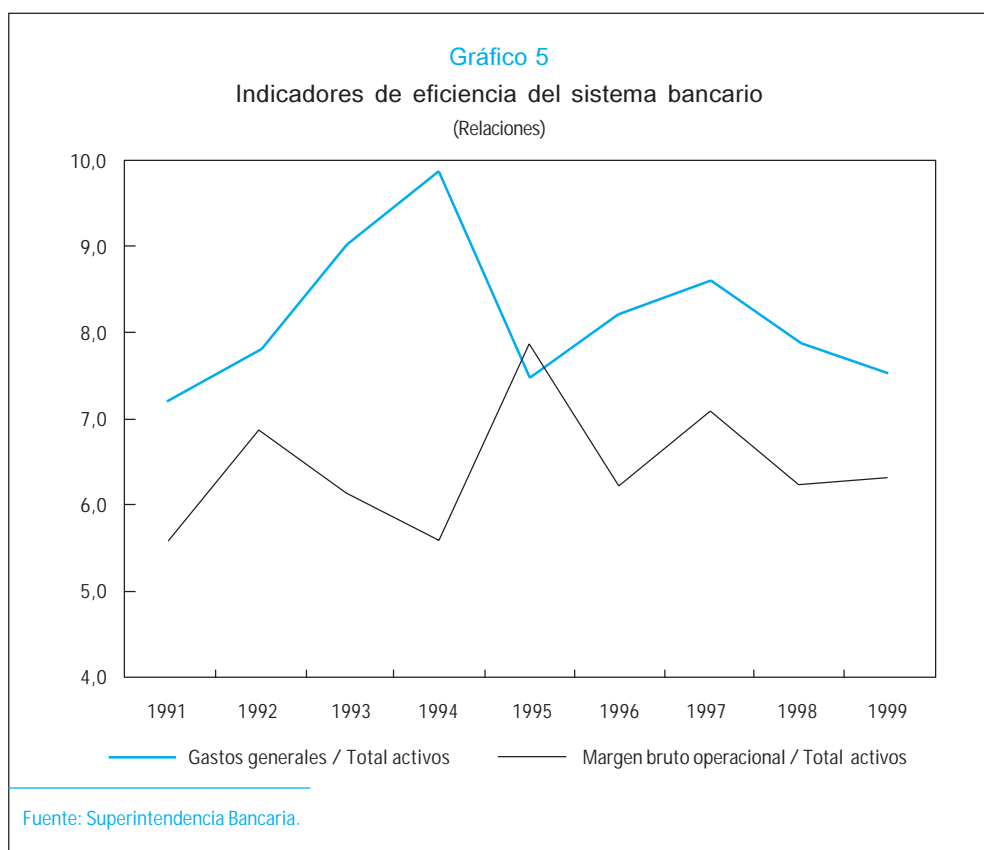


mismo tiempo, la economía exhibía fuertes desequilibrios macroeconómicos (déficit fiscal y de la cuenta corriente de la balanza de pagos). Al igual que lo sucedido en otros países, estos fenómenos desencadenaron una crisis económica y financiera que condujo, entre otras medidas, al control de las tasas de interés<sup>4</sup>. Así, durante la segunda mitad de la década de los 80 se produjo un estancamiento en el *tamaño* del sistema bancario y una notoria caída en su *actividad*.

El proceso de apertura económica y de liberación financiera de comienzos de la década de los 90 coincidió con una disminución en el uso de las utilidades retenidas por parte de las empresas y una mayor utilización de recursos de crédito interno y externo. Este fenómeno se vio estimulado por la afluencia de capitales externos atraídos por las mayores tasas de interés internas frente a las externas, y por las expectativas positivas sobre el crecimiento de la economía que las reformas

mencionadas suscitaron en los agentes económicos. Un comportamiento similar tuvieron los hogares. Estos aumentaron el gasto muy por encima del crecimiento de sus ingresos, financiándolo con recursos de crédito. Todo esto se manifestó en una disminución en el ahorro privado y en un fuerte aumento del *tamaño* del sistema bancario. De esta manera, los activos del sistema bancario que a comienzos de la década apenas alcanzaban el 40,0% del PIB, en el año 1996 superaban el 60,0%. Así mismo, el indicador de *actividad* del sistema bancario nos muestra cómo la proporción de crédito dirigido al sector privado se incrementó como proporción del crédito total (Gráfico 4).

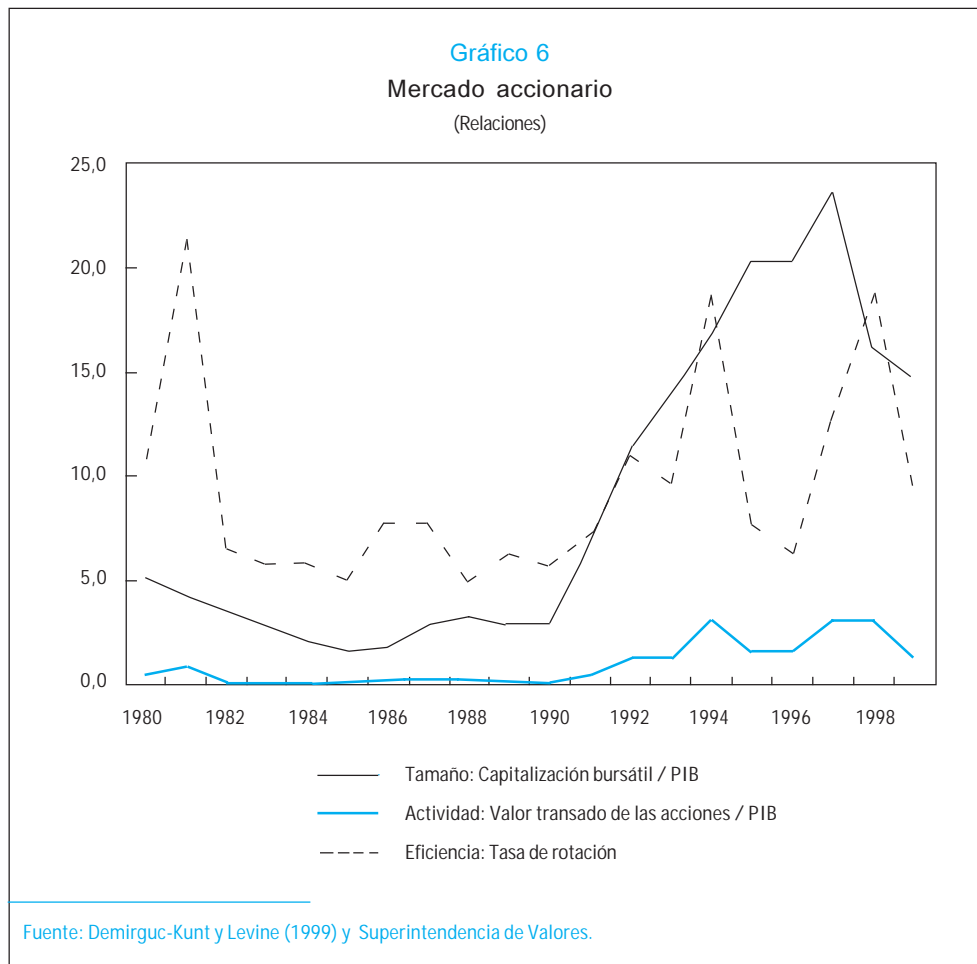
Los indicadores de *eficiencia* del mercado bancario se han mantenido estables desde 1990. En la comparación internacional por niveles de ingreso se mostró que la *eficiencia* del sistema bancario colombiano es baja. Sus indicadores son los *gastos generales* y los *márgenes brutos operacionales*. Los gastos generales como proporción del total de activos aumentaron en los primeros años de la década de los 90 y luego han venido disminuyendo un poco. Evolución similar muestran los datos del margen bruto operacional (Gráfico 5).



### C. El mercado accionario, 1980-1999

Durante décadas, el tamaño del mercado accionario colombiano ha sido reducido a pesar de que en diversas ocasiones se han hecho esfuerzos para dinamizarlo. Por ejemplo, en 1979, a partir de la Ley de Alivio Tributario se establecieron medidas de fomento a la capitalización empresarial de las sociedades anónimas. Del mismo modo, la reforma tributaria de 1983 disminuyó la tributación de las sociedades anónimas. Sin embargo, la crisis financiera y la liberación de tasas de interés desde 1980 retardaron el fortalecimiento del mercado accionario en la década de los 80, al desplazar parte del ahorro accionario al mercado bancario (Gráfico 6).

En 1986, mediante la Ley 75, se eliminó la doble tributación, y mediante el Decreto 1321 de 1989 se eliminó el impuesto al patrimonio sobre las acciones y se suspendió el gravamen producto de la valorización de



la venta de acciones en bolsa. Posteriormente, con la reforma tributaria de 1992 se dieron algunas ventajas a los contribuyentes que invirtiesen un 15,0% de su renta gravable en algunos tipos de acciones y bonos favoreciendo el ahorro de largo plazo, mientras que la apertura del mercado de capitales y liberación de la inversión extranjera fortalecieron la oferta de dichos papeles en el mercado de capitales.

Todo lo anterior se vio reflejado a partir de la década de los 90 en una mejoría en los indicadores de desarrollo del mercado accionario en Colombia. Entre 1990 y 1991 el *tamaño* del mercado se incrementó en más del doble, al pasar del 3,0% al 7,0% del PIB, y continuó incrementándose hasta alcanzar un promedio del 20% entre 1995 y 1999. A este crecimiento contribuyó el proceso de privatizaciones iniciado en 1994. La *actividad* del mercado también se incrementó notablemente. Esto se refleja en un valor de las acciones transadas como proporción del PIB que alcanzó el 2,1% entre 1995 y 1999, su nivel más alto desde 1950. La disminución en el *tamaño* y *actividad* en 1998 y 1999 se debió al efecto de la crisis económica en el precio de las acciones y al retiro de los fondos extranjeros del mercado colombiano. Pese a su dinamismo en los años 90, el mercado accionario colombiano es uno de los más pequeños y menos líquidos a nivel internacional (véase sección I).

En cuanto a la *eficiencia* en el funcionamiento del mercado accionario, Demirguc-Kunt y Levine sugieren utilizar la razón del *valor transado del mercado accionario / tamaño del mercado* conocida como la *tasa de rotación*. Los datos sugieren un aumento en la eficiencia del mercado accionario en los primeros años de la década de los 90, y posteriormente fuertes oscilaciones (Gráfico 6).

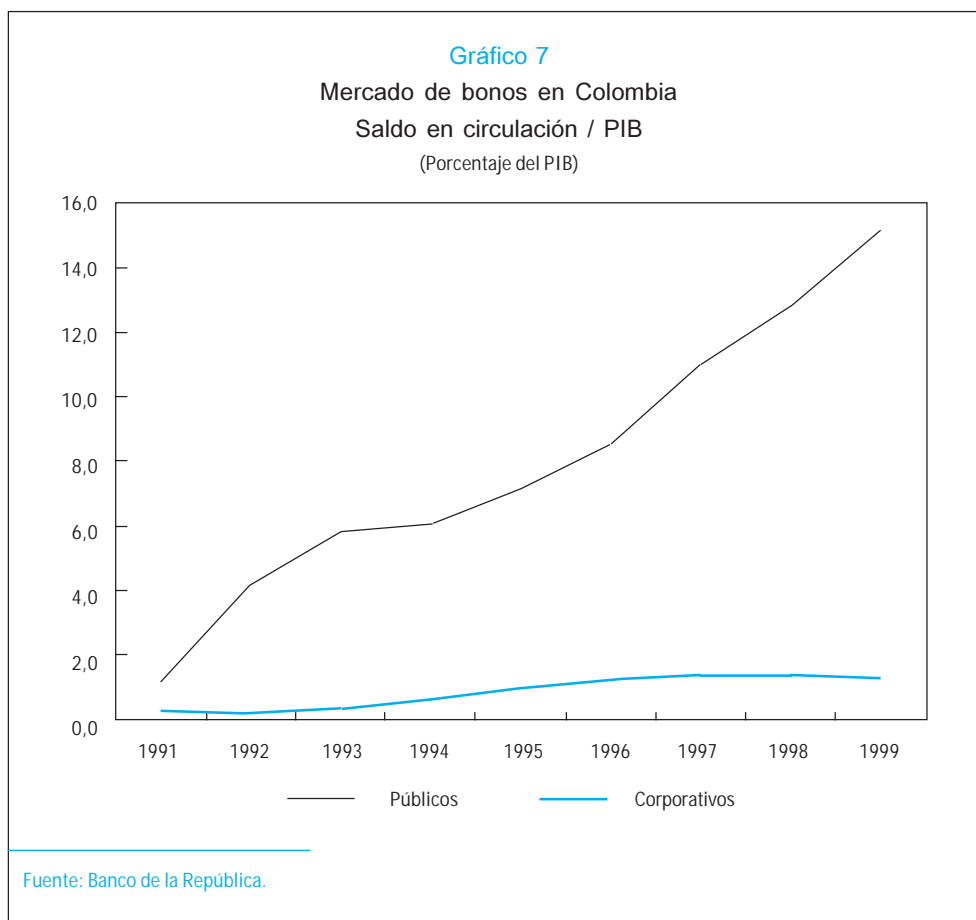
## **D. Otros mercados de capital**

### **1. El mercado de bonos**

La emisión de bonos como medio de financiación no se ha desarrollado de manera importante en Colombia. Al igual que en el resto del mundo, la participación de los bonos emitidos por el gobierno es mayor que la de los bonos emitidos por el sector privado. Durante los años 80, el valor de la deuda pública representada en títulos se mantuvo estable alrededor del 2,0% del PIB. En contraste, en el último decenio los papeles del gobierno han ganado una parte importante en el mercado do-

méstico de bonos (Gráfico 7). Las razones principales de este fenómeno son dos. Primera, la magnitud del crecimiento del déficit del gobierno central en la segunda mitad de los años 90. Segunda, con el propósito de reducir las presiones revaluacionistas en la primera parte de los años 90, y más recientemente por motivos de facilidad de acceso y bajo costo, el gobierno ha desarrollado una estrategia para reducir los niveles de endeudamiento externo y sustituirlo por la emisión de deuda pública interna. Así, mientras en 1991 la deuda externa representaba el 77,0% de la deuda del gobierno, en la segunda mitad de la década la misma se situaba en un nivel cercano al 50,0%.

De otro lado, la Ley 51 de 1990 dio autoridad al banco central para colocar títulos de deuda pública en el mercado con propósitos de control monetario y, posteriormente, la Ley 31 de 1992 estableció que todas las operaciones de mercado abierto del Banco deberían realizarse, a partir del primero de enero de 1999, exclusivamente con papeles del gobierno.



A pesar de las reformas introducidas desde 1990 para promover el desarrollo del mercado de bonos públicos, éste continúa siendo muy pequeño y segmentado. La liquidez de estos bonos es baja y en algunos casos proviene exclusivamente del banco central (v. gr. algunos títulos TES clase B y los títulos del Fogafin). Adicionalmente, parte de la venta de títulos se realiza mediante colocaciones forzosas y convenidas con entidades públicas descentralizadas (el Instituto de Seguros Sociales, Ecopetrol, Telecom, cajas de previsión, etc).

Finalmente, la financiación mediante la emisión de bonos del sector corporativo es muy pequeña, comparada con los patrones internacionales o con otras fuentes de financiación. Desde 1995 la emisión de bonos corporativos se ha incrementado un poco, pero aún no llega a representar el 2,0% del PIB.

## **2. Fondos privados de pensiones y cesantías**

La reforma laboral, Ley 50 de 1990, creó los fondos privados de cesantías en Colombia, mientras que la reforma a la seguridad social, Ley 100 de 1993, introdujo los fondos privados de pensiones. Inicialmente, estos fondos contaban con unos activos que representaban el 1,2% del PIB (Cuadro 2). Su tamaño se ha venido incrementando hasta alcanzar un nivel cercano al 5,0% del PIB en 1999. Sin embargo, su tamaño es aún muy reducido si lo comparamos con el de países como Chile, donde representan alrededor del 40,0% del PIB. El crédito que proporcionan estas entidades al sector privado se hace a través de las inversiones en títulos del sector real, que para 1999 eran de tan sólo 0,55% del PIB.

<b>Cuadro 2</b>		
Fondos privados de pensiones y cesantías		
	Activos / PIB %	Crédito al sector privado/ PIB %
<b>1995</b>	1,15	n.d.
<b>1996</b>	1,78	0,14
<b>1997</b>	2,63	0,37
<b>1998</b>	3,90	0,30
<b>1999</b>	5,17	0,55

**n.d.** No disponible.  
Fuente: Superintendencia Bancaria.

Por el contrario, los fondos de pensiones y cesantías invierten una proporción cada vez más importante de sus activos en títulos del Gobierno (Cuadro 3).

Cuadro 3				
Fondos de pensiones y cesantías				
Portafolio de inversiones 1996-1999				
(Miles de millones de pesos)				
Títulos	1996		1999	
	Valor	Participación	Valor	Participación
Bonos del sector público	166	10,5	2.558	32,6
Bonos de deuda pública	101	6,4	1.422	18,1
Títulos de Tesorería (TES)	65	4,1	1.137	14,5
Bonos del sector real	129	8,1	987	12,6
Bonos del sector financiero	677	42,6	1.150	14,6
CDT	266	16,8	1.467	18,7
Titularizaciones	92	5,8	582	7,4
Depósitos en bancos y corporaciones	33	2,1	305	3,9
Cédulas BCH	52	3,3	188	2,4
Otros	173	10,9	619	7,9
<b>Total</b>	<b>1.589</b>	<b>100,0</b>	<b>7.855</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Superintendencia Bancaria.

### 3. Las compañías de seguros

En Colombia, el tamaño de las compañías de seguros es muy reducido. En 1999, sus activos representaron el 3,4% del PIB. Además, su tamaño ha venido disminuyendo desde 1996 debido, principalmente, a una caída en las valorizaciones de las inversiones (Cuadro 4). La medida de penetración de las compañías de seguros de vida, *premiums*/PIB, permite ver la importancia de las mismas en la economía, la cual apenas alcanzaba 0,9% del producto en 1999. A este respecto, Kunt y Levine (1999) encuentran que los países con alto nivel de ingreso presentan un nivel de penetración de compañías de seguros de vida 10 veces más alto que en los países de bajo nivel de ingreso.

**Cuadro 4**  
Compañías de seguros

	Tamaño Activos / PIB	Actividad Penetración (Premiums / PIB)
1989	3,35	0,33
1990	3,76	0,32
1991	3,75	0,33
1992	5,05	0,29
1993	5,27	0,29
1994	6,52	0,36
1995	6,48	0,43
1996	5,46	0,47
1997	5,10	0,73
1998	3,51	0,78
1999	3,36	0,86

Fuente: Superintendencia Bancaria

### **III. CONCLUSIONES**

Como puede concluirse de las dos secciones anteriores, durante las últimas tres décadas el sistema financiero colombiano ha logrado importantes avances frente a la situación imperante a comienzos de los años setenta. No obstante, la comparación internacional no es favorable a Colombia, pues a través de numerosos indicadores se puede observar que en muchas ocasiones el sistema financiero colombiano es incluso menos desarrollado que los correspondientes sistemas financieros de países pobres, que es el grupo donde se clasifica a Colombia. Esto significa que, a pesar de los progresos alcanzados, aún faltan muchos esfuerzos en este campo para equiparar nuestro sector financiero al de países con similar o mayor grado de desarrollo.

La relevancia de esta conclusión y la necesidad de los esfuerzos sugeridos, surge de la relación existente entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Los sistemas financieros contribuyen, entre otros, a que los procesos de producción no estén restringidos a escalas económicamente ineficientes, a que las empresas y los individuos realicen mejores inversiones y a que los ahorradores se sientan cómodos al abandonar el control de sus ahorros. Ello promueve la acumulación de capital y conocimiento y aumenta la eficiencia en la asignación de los

recursos productivos, determinantes fundamentales del crecimiento económico de largo plazo.

Autores como Goldsmith (1969) y algunos de los trabajos recientes sobre el crecimiento endógeno, enfatizan el efecto de los mercados financieros domésticos sobre la eficiencia de la acumulación de capital. Otros, como McKinnon y Shaw (1973), Hicks (1969) y Bencivenga, et al. (1996) arguyen que el desarrollo financiero puede contribuir a elevar la tasa de ahorro, o aumentar la liquidez de la inversión, y, a través de estos mecanismos, promover la acumulación de capital. Estudios como los de Roubini y Sala-i-Martin (1992), King y Levine (1993) y Fry (1998), entre otros, han encontrado importante evidencia empírica a favor de estas ideas.

*Miguel Urrutia Montoya\**  
*Gerente General*

\* Esta Nota Editorial fue elaborada con la colaboración de José Darío Uribe, Jorge Toro y Martha López. Las opiniones de la misma no comprometen a la Junta Directiva y son de la responsabilidad del Gerente General.

## NOTAS

- <sup>1</sup> Según la clasificación del Banco Mundial, los países con ingreso per cápita en 1995 superior a US\$9,386 se consideran muy ricos, aquellos con ingreso per cápita entre US\$3,036 y US\$9,385 se clasifican como ricos, los países entre US\$766 y US\$3,035 como pobres, y los países con ingreso per cápita de US\$765 o menos, como muy pobres. Colombia en 1995 tenía un ingreso per cápita de US\$1,432, lo que lo ubica en el grupo de países pobres.
- <sup>2</sup> Esta medida creó problemas posteriores al promover la proliferación de entidades financieras subcapitalizadas que entraron en crisis en la segunda mitad de la década.
- <sup>3</sup> Este índice es el promedio de tres subíndices: control de tasas de interés activas y pasivas de los bancos y la relación reserva a depósito. Los índices de control toman el valor de uno si están determinados por el mercado, y de cero si es controlado por la autoridad económica.
- <sup>4</sup> En 1982, en el plan de desarrollo "Cambio con equidad", se planteaba que las altas tasas de interés eran la causa del bajo nivel de inversión y estancamiento económico. Uno de sus objetivos era presionar hacia la baja las tasas de interés. En noviembre de 1982 el gobierno dispuso una reducción de tres puntos de las tasas de captación de los CDT de los bancos oficiales hasta situarlas en el 27,0%.

## REFERENCIAS

- Bencivenga, V. y B. Smith (1991). "Financial Intermediation and Endogenous Growth," *The Review of Economic Studies*, Vol. 58, pp. 195-209.
- Cárdenas, M. y J. Rojas (1995). "El mercado accionario en la economía colombiana", Segundo taller Asobancaria.
- Demirguc-Kunt, A. y Levine, R. (1999). "Bank-Based and Market-Based Financial Systems", *Working paper WPS-2143*, Banco Mundial, julio.
- Fry, M. (1988). "Money, Interest, and Banking in Economic Development", Baltimore, *The Johns Hopkins University Press*.
- Fajardo, C. y N. Rodríguez (1980). "Tres décadas del sistema financiero colombiano 1950-1979" en Mauricio Cabrera Galvis, *Sistema financiero y políticas anti-inflacionarias 1974-1980*, Asobancaria de Colombia.
- Goldsmith, R. (1969). *Financial Structure and Development*, New Haven, Yale University Press.
- Greenwood, J. y B. Jovanovic (1990). "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income," *Journal of Political Economy*, Vol. 98, pp. 1076-1108.
- Jaramillo, J. (1982). "El proceso de liberación del mercado financiero colombiano", *Ensayos sobre Política Económica*, No. 1, pp. 7-19.
- King, R. y R. Levine (1992). "Financial Indicators and Growth in a Cross Section of Countries", *Working Paper WPS 819*, Banco Mundial, enero.
- McKinnon, R. (1973). *Money and Capital in Economic Development*, Washington D. C., Brookings Institution.
- Romer, P. (1986). "Increasing Returns to Scale and Long-run Growth", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 1002-1037.
- Roubini, N. y X. Sala-i-Martin (1992), "Financial Repression and Economic Growth", *Journal of Development Economics*, Vol. 39, pp. 5-30.
- Toro, J. (1987). "Tasas de interés y variaciones en el grado de apertura de la economía colombiana durante el período 1967-1985", *Desarrollo y Sociedad*, No. 20, pp. 127-175.
- Zuleta, H. (1997). "Una visión general del sistema financiero colombiano", *Borradores Semanales de Economía*, No. 71, Banco de la República.