

Stiglitz, sus Aportes y la Economía Colombiana

Fernando Tenjo Galarza¹

Introducción: Un Pensamiento Sugestivo

Con motivo de la escogencia de Stiglitz para recibir el Premio Nobel de Economía, el pensamiento de este autor y su posible pertinencia para Colombia han dado lugar a numerosos artículos y comentarios. El mayor peso dentro de ellos ha correspondido a las críticas a los organismos multilaterales, a sus contribuciones en la explicación de los llamados “fracasos de mercado” y a los criterios de intervención del Estado en la economía que de allí se derivan.

Ante la certeza de que este debate no llevará a una conclusión definitiva, en estas líneas se intenta otro camino. El ensayo no constituye realmente un estudio exhaustivo ni del pensamiento de Stiglitz ni de la realidad colombiana, ni con él se pretende formular o probar hipótesis alguna sobre esta última a partir de aquél. El propósito es destacar algunos rasgos importantes del trabajo del Nobel a lo largo de los años, mostrar el alcance de este trabajo e ilustrar su relevancia para la interpretación de episodios recientes de la evolución de la economía colombiana. Para esto se tendrán también en cuenta las contribuciones de otros autores que han trabajado conjuntamente con Stiglitz o paralelamente a él en el desarrollo de líneas y temas afines al llamado “nuevo keynesianismo”.

El telón de fondo para esta presentación es muy general y no requiere de mayor concreción dados los propósitos del ensayo: el estancamiento del crédito en la economía es tema recurrente de debates y artículos y con bases muy ciertas, pues la cartera bruta del sistema financiero virtualmente no creció en el año corrido hasta mediados de noviembre y la del sistema bancario escasamente lo hizo a una tasa cercada al 7%, cercana a cero en términos reales. Se ha destacado también que detrás de este porcentaje se esconde el hecho de que unos pocos sectores (exportadores y empresas de mayor tamaño) han gozado de un flujo más dinámico de financiamiento, mientras que otros, en especial la mediana y la pequeña empresa, no han contado con la misma fortuna². En los intentos por entender y buscar una salida a este fenómeno, se han propuesto interpretaciones que identifican el origen de la pobre dinámica del crédito en problemas de oferta, al igual que otras que sostienen que se trata de falta de demanda por parte del sector productivo y los consumidores. Entre las primeras hay escritos que describen la situación del mercado crediticio como de *estrangulamiento* (“credit crunch”).

Stiglitz ha desarrollado en numerosos trabajos elementos microeconómicos que permiten entender las razones por las cuales no todos los agentes tienen

¹ El autor es Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República y sus opiniones aquí expresadas no necesariamente reflejan las de esta institución.

² Así puede concluirse de encuestas sobre crédito que el Banco de la República a hecho recientemente a banqueros y empresarios.

igual acceso al mercado de préstamos, lo que el autor denomina “racionamiento de crédito”, y para evaluar analíticamente el comportamiento de los agentes económicos que puede explicar la lenta dinámica de dicho mercado. De la misma manera, las bases analíticas de lo que se conoce como estrangulamiento de crédito están implícitas en su visión de la forma como la política monetaria se transmite al resto de la economía a través del llamado “canal de crédito”.

De otro lado, a pesar de la tendencia descendente que han registrado por más de un año las tasas de interés, los márgenes de intermediación y, por consiguiente, las tasas de colocación, no han compartido esta tendencia, dando lugar a intensos debates sobre las causas y los mecanismos a adoptar para superar esta situación. En ellos han sido defendidas interpretaciones que incluyen la falta de competencia entre entidades bancarias, ineficiencia de parte de ellas y, consonante con las ideas de Stiglitz, elementos de imperfección en el mercado y de *percepción de riesgo* por parte de los oferentes de crédito³.

Finalmente, un tema recurrente en la discusión económica es la crisis que vive y ha vivido en los últimos años la economía colombiana y los esfuerzos que se hacen por estudiarla, interpretarla, aprender de ella y buscarle solución. Para contribuir a estos esfuerzos es posible encontrar en los trabajos de Stiglitz y sus seguidores sugestivos y novedosos elementos que pueden servir, por decir lo menos, de guías para la investigación y la formulación de hipótesis. El mencionado *canal de crédito* y su desarrollo en el llamado *acelerador financiero*, permiten entender la endogeneidad de los mercados de crédito y la forma como éstos propagan y amplifican choques y juegan así un papel central en los ciclos económicos. Dentro del mismo orden de ideas, una de las más importantes implicaciones de la información imperfecta es que hace *relevante la estructura financiera y de capital* de los agentes en la definición de su comportamiento, en la determinación de su acceso a fuentes de financiamiento y en la transmisión de los efectos de choques externos o de política al nivel macroeconómico. Todos estos elementos son componentes importantes de la arquitectura de un ciclo económico.

En las siguientes secciones se desarrollan los elementos del pensamiento de Stiglitz que han sido destacados en los párrafos anteriores y se hacen, a partir de allí, sugerencias sobre su pertinencia para la comprensión de la economía colombiana y la posible acción sobre ella.

Información Imperfecta y la Microeconomía del Nuevo Keynesianismo

Como ya se anotó, Stiglitz y sus seguidores han denominado “nuevo keynesianismo” al cuerpo de pensamiento que construyeron a lo largo de los últimos treinta años sobre las bases microeconómicas derivadas del análisis de

³ Un análisis de la evolución reciente de los márgenes de intermediación en Colombia puede encontrarse en Janna, M., Loboguerrero, A.M., López, A. y S. Muñoz (2001) “Medición y Evolución de los Márgenes de Intermediación Financiera para el Caso Colombiano, 1966-2001” *Revista del Banco de la República*, vol. LXXIV, no. 886, agosto.

las implicaciones que la información costosa y privada (asimétrica y no pública) tiene sobre el comportamiento de los agentes y el funcionamiento de los mercados⁴.

Dos ingredientes adicionales de este cuerpo analítico han venido adquiriendo también importancia: la información imperfecta ha sido extendida para incluir elementos de incertidumbre sobre las consecuencias futuras de las decisiones tomadas y, complementariamente, se ha destacado el carácter incompleto del sistema de mercado, en particular en lo que tiene que ver con las limitadas posibilidades que éste ofrece a los agentes para diversificar riesgos⁵.

El impacto directo de la información imperfecta se deriva del hecho de que ella diluye la condición de homogeneidad que caracteriza la economía ortodoxa en lo que hace tanto a los agentes como a los productos y servicios que ellos intercambian. Individuos y mercancías heterogéneas llevan a la necesidad de destinar recursos para adquirir la información que permite diferenciarlos adecuadamente entre sí con el fin de tomar mejores decisiones. Pero también abren la posibilidad de aprovechar la información privilegiada con que se cuenta para buscar ventajas en las transacciones.

Stiglitz lo representa en forma patética para tres mercados donde la incidencia de los problemas información y sus implicaciones son particularmente severas: las empresas de seguros saben que unos clientes les implican mayores riesgos que otros pero tienen dificultades para identificar y precisar la probabilidad de siniestro de cada uno de ellos. En los mercados de trabajo, los empresarios ignoran y quisieran también establecer la productividad de cada uno de sus trabajadores antes de contratarlos. Finalmente, y más importante para los objetivos de este ensayo, el banquero ignora la probabilidad de que sus clientes incumplan los compromisos de su contrato de deuda. Además de que por carencia de esta información los agentes pueden establecer relaciones contractuales “inconvenientes” para sus intereses propios (contratos inferiores), ellos ignoran, y de hecho actúan para obviar este problema, hasta dónde el comportamiento (no plenamente observable) de aquellos con quienes establecen relaciones contractuales concuerda con los objetivos acordados bajo dichas relaciones. Estas dos instancias o dimensiones de la información imperfecta son lo que se conoce como *selección adversa* y *riesgo moral* o *efecto incentivo*⁶.

Las consecuencias de la información costosa y privada son entonces importantes: dificultad para obtener el conocimiento que se requiere para tomar decisiones óptimas y para enmarcarlas en unos contratos adecuados; necesidad de acudir a incentivos y mecanismos de control para asegurar el cumplimiento de los compromisos adquiridos; imposibilidad de actuar con perfecto conocimiento de las consecuencias de las decisiones y del entorno

⁴ Greenwald, B. & J.E. Stiglitz (1987) “Keynesian, New Keynesian and New Classical Economics” *Oxford Economic Papers* (59) pp. 119-132.

⁵ _____ (1993) “Financial Market Imperfections and Business Cycles” *The Quarterly Journal of Economics*, febrero, pp. 77-114.

⁶ Stiglitz, J.E. (1987) “The Causes and Consequences of the Dependence of Quality on Price” *Journal of Economic Literature* Vol. XXV, marzo, pp. 1-48.

cambiante en que ellas se toman. Debido a esto, se abre un gran espacio para la previsión, las expectativas y para la búsqueda de instrumentos para diversificar el riesgo.

Lo que Stiglitz y sus seguidores construyen a partir de estos elementos simples tiene un considerable potencial analítico ya que subraya el hecho de que el comportamiento de los mercados difiere muy a menudo del modelo de la economía tradicional. Lo que se quiere mostrar aquí, sin embargo, no es la diferencia de resultados entre enfoques sino las bases sobre las cuales Stiglitz ha elaborado sus contribuciones a la comprensión de esta diferencia.

La mejor forma de cumplir este objetivo es ver los atributos y características que dentro de esta construcción conceptual se asigna a lo que se conoce como el “agente representativo”.

Teoría Portafolio del Comportamiento de los Agentes

Los agentes económicos son altamente sensibles al riesgo asociado con cualquier acción (o falta de acción) que ellos emprendan y actúan en forma correspondiente con esta sensibilidad. Ello quiere decir, en particular, que la estructura financiera o de capital de los agentes es determinante para entender tanto su comportamiento como su acceso a los mercados. Y también quiere decir, en general, que las organizaciones como empresas y bancos, o unidades de toma de decisiones, deben abordarse con una *perspectiva de portafolio*, en la cual todas las decisiones se toman conjuntamente (precios, producción, inversión, demanda de insumos, financiamiento, posición de liquidez, estructura de endeudamiento, etcétera), considerando el riesgo y los rendimientos esperados asociados a ellas⁷.

De aquí surgen dos elementos metodológicos de importancia. Por un lado, la función objetivo que las empresas maximizan tiene como principal argumento los beneficios esperados netos del costo esperado de quiebra. Por el otro lado, es necesario “corregir” las funciones de comportamiento de los agentes (ofertas y demandas, por ejemplo) por su *disposición a asumir riesgos*, y condicionar esta última a las posibilidades con que ellos cuentan para diversificar y asegurarse contra ellos.

Esta idea de entender los agentes con una determinada y cambiante disposición a asumir riesgos y definir funciones de comportamiento que reflejan esta disposición, es de suma importancia para entender, primero, que los agentes responden a cambios en el entorno o en las circunstancias económicas en que se toman las decisiones y, segundo, que esta respuesta es guiada por una determinada *percepción de riesgo*. De hecho, cambios en esta percepción pueden producir desplazamientos de aquellas funciones luego de una evaluación de los riesgos y los costos que implica el ajuste. Un “choque externo” o un cambio en la percepción sobre el entorno, pueden entonces llevar

⁷ Greenwald & Stiglitz (1987) op. cit.

(1990) “Asymmetric Information and the New Theory of the Firm: Financial Constraints and Risk Behavior” *American Economic Review*, vol. 80, no. 2, pp. 160-165.

a una revisión de decisiones sobre inversión o producción que, a su vez, afectan otras decisiones derivadas de ellas como la de contratar mano de obra, comprar de insumos y demandar de financiamiento.

Es aquí donde se ve con claridad la importancia de la estructura de capital de las empresas, su posición de liquidez y su estructura corporativa o de gobernabilidad, no sólo por la influencia que tienen sobre su disposición y capacidad para asumir riesgos, sino también en la determinación del acceso que ellas tienen a los mercados. Es conocido que a los agentes se los evalúa con base en una determinada perspectiva de riesgo y se les califica y clasifica dentro de determinadas categorías o clases de riesgo para definir la naturaleza y el monto de las transacciones a las que pueden acceder.

Esta perspectiva es plenamente aplicada al nivel internacional, donde desde hace años existen organizaciones especializadas en la recolección, evaluación y difusión (en ocasiones restringida y costosa) de la información relevante para quienes desean invertir en un país o empresa o adquirir los papeles de deuda que ellos emiten. Se trata de las bien conocidas calificadoras de riesgo, que buscan superar, a través de mecanismos de mercado, las imperfecciones de información que existen en los mercados internacionales de capitales. La carencia de mecanismos similares en el país trasluce la gran incidencia que la información imperfecta tiene en el medio e ilustra el carácter incompleto de los mercados.

Stiglitz ha construido entonces una microeconomía a partir de las implicaciones de los problemas de información e incertidumbre que enmarcan las decisiones de los agentes económicos y sus interrelaciones. En este cuerpo microeconómico, el carácter endógeno que adquiere la naturaleza de los bienes y servicios transados (endógeno al tipo de contratos que enmarcan las transacciones), la necesidad de introducir percepciones de riesgo en las funciones de comportamiento de los agentes y, finalmente, la comprensión de los elementos y acciones que determinan la disposición de éstos a asumir y diversificar riesgos y su acceso a los mercados, colocan al sistema financiero y al mercado de capitales en la médula misma de la economía y lo convierten en el “cerebro” del sistema de mercado.

Los Mercados de Crédito “Corregidos por Riesgo”

Los mercados de crédito son un caso particular del tema general del financiamiento de las firmas, en el que la información imperfecta es medular⁸. Las decisiones sobre financiamiento se toman siempre en un contexto de asimetría de información entre los propietarios y administradores de las empresas y los inversionistas potenciales en lo referente a las oportunidades de expansión de aquellas, su estructura de capital y su disposición a asumir riesgos.

⁸ Greenwald, B., J.E. Stiglitz & A. Weiss (1984) “Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations” ” *The American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 74, no. 2, mayo, pp. 194-199.

Los aportes de Stiglitz giran alrededor del concepto de *racionamiento de crédito* (y de capital en general)⁹. En rigor, lo que el autor muestra es que el equilibrio que tiende a producirse en este mercado con información imperfecta y agentes sensibles a consideraciones de riesgo es bien particular. En efecto, mientras que en la visión tradicional un equilibrio corresponde a una situación en la que todos aquellos que están dispuestos a pagar el precio vigente tienen acceso al mercado, con información imperfecta y agentes sensibles al riesgo el equilibrio puede implicar que algunos demandantes que están dispuestos a pagar el precio vigente, y hasta un precio superior, no tienen acceso al mercado (son racionados) mientras otros con las mismas características sí lo tienen.

Los efectos de la selección adversa, el efecto incentivo o riesgo moral y la percepción de riesgo sobre los mercados de crédito son significativos, pero también muy conocidos en la literatura. En presencia de estos eventos, el banco enfrenta dificultades para: (i) distinguir entre un conjunto de clientes potenciales las características particulares de cada uno de ellos que determinan la probabilidad de pago de los préstamos y (ii) para asegurarse que el destino dado a los recursos por quienes reciben los préstamos no afecta desfavorablemente la probabilidad de que estos sean pagados. Además, debe tener presente y prever que cambios en el entorno pueden tener un efecto negativo sobre esta probabilidad.

Formalmente, los siguientes elementos entran a influir en el funcionamiento del mercado de crédito. Primero, la función objetivo que los bancos maximizan es el rendimiento esperado de los préstamos neto de los costos de los recursos prestados. Segundo, la relación entre este rendimiento esperado y la tasa de interés de los préstamos es no lineal, de tal manera que para un tramo relevante esta relación es negativa: un incremento de dicha tasa cambia la composición de los clientes o demandantes de crédito por probabilidad de quiebra o nivel de riesgo y, al mismo tiempo, puede inducir a los prestatarios a moverse hacia proyectos de mayor riesgo, reduciendo así el rendimiento esperado de los préstamos. Tercero, y como resultado de lo anterior, la tasa de interés deja de ser el principal mecanismo para asignar los recursos de crédito entre los clientes y ganan importancia otros elementos del contrato de préstamo tales como colaterales y garantías, contraprestaciones, etcétera). Cuarto, para la asignación de crédito no es tan importante la diferenciación de proyectos alternativos de acuerdo a su tasa de retorno, como lo es la diferenciación de clientes de acuerdo a su estructura de capital, disposición a asumir riesgos, capacidad patrimonial, probabilidad de quiebra y costo para el banco de recolectar y actualizar la información sobre estas variables¹⁰.

De hecho, hay evidencia de que en el mercado colombiano de crédito la naturaleza y calidad del proyecto para el cual las empresas solicitan financiamiento puede llegar a ser menos importante para la decisión del banco

⁹ Stiglitz, J.E. & A. Weiss (1981) "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information" *The American Economic Review*, vol. 71, no. 3, junio, pp. 393-410.

Blinder, A.S. & J.E. Stiglitz (1983) "Money, Credit Constraints, and Economic Activity" *The American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 73, no. 2, mayo, pp. 297-302.

¹⁰ Stiglitz, J.E. & A. Weiss (1992) "Asymmetric Information in Credit Markets and its Implications for Macroeconomics" *Oxford Economic Papers*, vol. 44, pp. 694-724.

que la evaluación que éste haga de las empresas mismas¹¹. Adicionalmente, que el proyecto sólo es determinante para el acceso a recursos cuando se incluye en el contrato una cláusula por la cual se establece que los rendimientos de la inversión se dedican exclusivamente a cubrir amortizar el crédito.

El racionamiento de crédito, tal como fue definido anteriormente, resulta entonces de la combinación de estos mecanismos de asignación de los recursos de crédito que, en la práctica, implica la calificación implícita o explícita de los prestatarios por clases de riesgo. Este hecho, que comúnmente se interpreta como una segmentación del mercado por **tipos de empresas**, puede aproximarse en forma más rigurosa como reflejo de una estrategia de los bancos de definir distintos **tipos de contratos de préstamo**, cada uno con sus propios términos exclusivos para determinados tipos de clientes. Así, en el medio colombiano se habla de crédito de consumo, de tesorería, preferencial, ordinario, etcétera.

Los elementos anteriores sirven para tratar el tema de las tasas de interés y los márgenes de intermediación. Para esto cabe recordar lo ya anotado acerca de los problemas que surgen de concebir las tasas de interés como una variable central para asignar los préstamos y definir la dinámica de los mercados de crédito. En realidad, la oferta y demanda pueden jugar un papel importante en la determinación del nivel de la tasa de interés pasiva o de captación, mas no en la tasa activa o de colocación. Dentro de la perspectiva de la información imperfecta, esta última tasa depende de la distribución de probabilidades de éxito de los proyectos de distinto riesgo o, alternativamente, de la distribución de probabilidades de quiebra de los prestatarios. Ambas distribuciones cambian con el entorno económico y a lo largo del ciclo¹².

De aquí que pueda afirmarse que en la determinación del margen de intermediación intervienen, además de las fuerzas de oferta y demanda de recursos de crédito y de elementos de eficiencia y competencia entre bancos, consideraciones de riesgo de acuerdo con las percepciones que estos tienen sobre la situación del país y de las empresas. Un descenso en los costos de los fondos prestables no asegura entonces por sí mismo una reducción de los márgenes de intermediación.

¿Qué se puede sugerir, desde esta perspectiva, acerca de la dinámica del crédito en un momento dado? ¿Qué lugar puede ocupar dentro de ella el llamado fenómeno conocido como *estrangulamiento de crédito* o *credit crunch*? Si bien Stiglitz abordó directamente la primera pregunta, ha correspondido a sus seguidores desarrollar respuesta a la segunda. Para avanzar en la respuesta de ambas, sin embargo, se requiere adelantar un poco sobre un tema que se tratará igualmente en la siguiente sección de este ensayo: los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Los proponentes del llamado nuevo keynesianismo han desarrollado el concepto de *canal de crédito*, que recoge la idea de que la política monetaria ejerce su influencia sobre la economía, esto es, afecta el nivel de actividad económica, no tanto a

¹¹ Resultado de las encuestas de crédito adelantadas por el Banco de la República.

¹² Stiglitz, J.E. & A. Weiss (1992) op. cit.

través de la disposición de los individuos a mantener saldos reales, como a través de la disponibilidad de fondos prestables¹³.

La vigencia del mecanismo de canal de crédito ha sido reconocida en Colombia y, de hecho, recientemente las autoridades monetarias han realizado esfuerzos por estimular el crédito tratando de suministrar estratégicamente liquidez al sistema financiero en los términos que considera que más favorecen el incremento de fondos que éste tiene a su disposición.

Esto, sin embargo, no es suficiente para reactivar la cartera bancaria. Y de hecho no lo ha sido en Colombia. Si bien las razones que explican esta situación no son exploradas en este ensayo, a continuación se proponen algunos elementos que pueden utilizarse para ello. En el fondo del problema está el hecho ya desarrollado en otra sección de que los agentes económicos, bancos y empresas por igual, son sensibles en sus decisiones a consideraciones del riesgo asociado a ellas y a su percepción sobre el entorno general del país.

Para ampliar esta afirmación debe recordarse lo que se presentó en una sección anterior respecto a la teoría portafolio del comportamiento de los agentes, debido al papel determinante que en ella se asigna a la estructura de capital de los agentes en sus decisiones asociadas a algún nivel de riesgo (o sea en todas). Como ya se anotó, de elementos claves de dicha estructura de capital, por ejemplo la posición de liquidez, el nivel de endeudamiento y la condición de solvencia, se derivan señales precisas tanto de la **disposición** como de la **capacidad** de los agentes para asumir riesgos.

A través de esta capacidad y aquella disposición, la estructura de capital de las empresas limita el monto ellas están dispuestas a invertir y a producir y su decisión de demandar recursos de crédito. Estas consideraciones seguramente son más decisivas que comparaciones que los empresarios eventualmente hagan entre la tasa de interés de los préstamos y la rentabilidad de los proyectos individuales.

Cuando las circunstancias del entorno económico han deteriorado su posición de liquidez y reducido su capital de trabajo, las firmas mismas pueden tomar la decisión de “racionarse” del mercado de crédito y hacer mayor uso de recursos propios y de rubros del balance como “cuentas por pagar”, para financiar su producción y hasta su inversión. Esto puede reflejarse como falta de prestatarios “disponibles”, o sea como una disminución de la demanda por crédito.

De aquí se desprende que un escenario en que los bancos, dispuestos a prestar a las tasas de interés vigentes, no encuentran prestatarios “disponibles” no es entonces muy improbable como parece mostrarlo la experiencia colombiana reciente¹⁴. En tiempos de recesión este escenario tiende a mantenerse aún con tasas de interés a la baja, lo que vendría a implicar que la

¹³ Bernanke, B.S. (1993) “Credit in the Macroeconomy” *Quarterly Review*, vol. 18, Federal Reserve Bank of New York, Spring, pp. 50-70.

¹⁴ Así se deriva de las encuestas de crédito del Banco de la República.

política monetaria pierde efectividad frente a un objetivo de reanimar el mercado de crédito. Es claro que algo de esto se ha dado en Colombia en el pasado reciente y puede eventualmente mantenerse así hasta que las empresas reconstituyan su deteriorado balance¹⁵.

La oferta de crédito puede verse afectada por influencias similares en la medida en que los bancos hacen consideraciones de riesgo en el momento de tomar decisiones. A ellos igualmente se aplica la teoría portafolio y la idea de que aquellas consideraciones enlazan la totalidad de sus acciones. De esta manera, también es muy probable un escenario en el que los bancos “interrumpen”, por así decirlo, el canal de crédito de la política monetaria y destinen los mayores recursos disponibles a incrementar sus tenencias de papeles (TES, por ejemplo) en lugar de alimentar la oferta de crédito¹⁶. Esto lo pueden hacer ya sea por no encontrar prestatarios disponibles, que es el escenario arriba explicado, o por considerar que, entre los disponibles, no hay quienes satisfagan sus requerimientos de rendimiento esperado y términos contractuales.

No es entonces difícil que problemas de demanda y de oferta se conjuguen para producir una situación de parálisis en el mercado de crédito o que, de acuerdo al momento del ciclo económico, unas predominen sobre las otras en la explicación de la dinámica de este mercado¹⁷. En cualquier caso, muy probablemente la vigencia del racionamiento de crédito es permanente, aunque su incidencia pueda ser menor en unos períodos que en otros. Mientras haya imperfecciones de información la probabilidad de que existan grupos de agentes cuyo acceso al mercado de crédito es siempre restringido, es bastante alta.

Finalmente, introducir a esta altura el tema del estrangulamiento de crédito (credit crunch) es bastante sencillo. Al respecto hay dos versiones del fenómeno. Una lo relaciona con aquellos episodios de la evolución del mercado de crédito en que las principales restricciones vienen del lado de la oferta y ellas, a su vez, se explican por las decisiones de los bancos de no prestar sus fondos disponibles y asignarlos a otros usos¹⁸. Según la otra versión, que se acomoda más al pensamiento de Stiglitz y sus seguidores, el estrangulamiento de crédito tiene lugar cuando el gobierno o la política monetaria interfieren en el proceso normal de préstamos limitando la expansión o reduciendo el monto de fondos prestables en el sistema mediante controles directos o incrementos en los encajes y relaciones de solvencia exigidas¹⁹.

¹⁵ Encuestas de crédito del Banco de la República.

¹⁶ Evidencia de que este fenómeno se ha dado en el país puede encontrarse en Loboguerrero et. al. (2001) op. cit.

¹⁷ Este tema ha sido estudiado recientemente en Barajas, A., E. López y H. Oliveros (2001) “Por qué en Colombia el crédito es tan reducido?” *Borradores de Economía*, no. 185, Banco de la República, y por Echeverry, J.C. y N. Salazar (1999) “Hay un estancamiento en la oferta de crédito en Colombia?” *Archivos de Economía*, no. 118, Departamento Nacional de Planeación.

¹⁸ Esta versión es la utilizada por Barajas et. al. (2001) op. cit.

¹⁹ Bernanke (1993) op. cit.

Ciclos y el Papel de los Balances de los Agentes

En esta última sección se trata el tema de los ciclos de la economía, recogiendo elementos de las contribuciones de Stiglitz y sus seguidores que fueron presentados en las secciones anteriores. Debe mencionarse, sin embargo, que algunas de las ideas expuestas en esta sección han sido también desarrolladas por autores que provienen de escuelas cuyo punto de partida no necesariamente es la información imperfecta.

El primero de los elementos a tener en cuenta es el canal de crédito. Este mecanismo de transmisión de la política monetaria permite al sistema bancario jugar un papel central en las fluctuaciones de la economía, en la medida en que los bancos constituyen un puente entre la oferta de dinero y la disponibilidad de crédito y pueden, por su propia naturaleza, incrementar los recursos que fluyen a través de ellos. De aquí surge la idea de “multiplicador de crédito”, que refleja la endogeneidad de los mercados de crédito y la **capacidad** que ellos tienen de amplificar y propagan choques externos o de política²⁰.

En versiones más ricas conceptualmente, el multiplicador de crédito ha sido complementado con el **acelerador financiero**, que recoge el hecho de que los principales mecanismos de propagación de estos choques son las condiciones de los balances o la estructura de capital de los agentes económicos²¹.

Con estos ingredientes se tienen las bases para una interpretación novedosa de los ciclos, centrada en dos elementos: (i) la relación que existe entre la estructura financiera de los agentes y su disponibilidad y capacidad para asumir riesgos; y (ii) la forma como estas variables afectan los niveles de actividad económica a través de las decisiones de los mismos agentes.

A lo largo del ciclo de la economía las estructuras financieras de los agentes en la economía están sometidas a diversos efectos que pueden alimentar – precisamente vía el acelerador financiero- episodios tales como “*auges crediticios*” (credit booms) y “burbujas de gasto” y, eventualmente, crear condiciones de fragilidad en las relaciones entre los agentes cuando se producen cambios en su disposición y capacidad para asumir riesgos. En estos momentos el entorno económico hace arriesgado un escenario que antes se consideraba favorable y manejable. La “destorcida” del proceso no se hace esperar en estas condiciones, también pasando a través de los balances de los agentes.

En cuanto a los choques externos y de política que pueden activar estos mecanismos del ciclo económico, es posible destacar los siguientes: (i) variabilidad en los precios de los activos (las tasas de interés y el precio de la finca raíz, por ejemplo), que generan volatilidad en el patrimonio de los distintos agentes, afectando de esta manera su estructura de capital, su reacción a

²⁰ Blinder, A.S. (1987) “Credit Rationing and Effective Supply Failures”, *The Economic Journal*, 97, 327-352.

²¹ Bernanke (1993) op. cit.

Bernanke, B., M. Gertler y S. Gilchrist (1999) “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, en Taylor, J. & M. Woodford (eds.) *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1C. Elsevier.

compromisos contractuales y su acceso a los mercados de financiamiento; (ii) cambios en la economía mundial (términos de intercambio, intensidad y dirección de los flujos internacionales de capital, dinámica del comercio mundial, etcétera); (iii) cambios de política (liberalización financiera, apertura comercial y cambiaria, modificaciones en normas regulatorias, etc.) y en el entorno sociopolítico.

Se puede entonces afirmar que una adecuada comprensión del ciclo de la economía colombiana de los últimos años y, tal vez también, de la situación más reciente de bajo crecimiento y pobre dinámica del crédito y la actividad productiva, pasa por el análisis de los cambios en los balances de los distintos agentes a lo largo del ciclo, teniendo presente la estrechez y escasez de mecanismos para distribuir el riesgo con que ellos cuentan.

De hecho, recientemente han comenzado a salir a la luz interpretaciones de la crisis colombiana de los años noventa en las que se privilegian al análisis de los balances de los distintos agentes²². A nivel internacional el marco aquí delineado muestra ya resultados bastante positivos. En efecto, el análisis de un importante número de episodios de crisis financieras y bancarias en los últimos años en el mundo y en América Latina encontró que en sus cimientos hay procesos de auge crediticio y procesos de transmisión como los sugeridos en este ensayo. Adicionalmente, se encontró que estos auges tuvieron origen en la combinación de cambios de política (desarrollo financiero y liberalización) y mayores flujos de capital internacional, en el contexto de un marco inadecuado de regulación prudencial²³.

Como puede verse, Stiglitz y sus seguidores han logrado, a partir de las implicaciones de la información imperfecta, contribuir a la construcción de un cuerpo teórico y un instrumental analítico que abre todo un mundo de novedosas interpretaciones a los fenómenos de la realidad económica. En este ensayo se ha intentado destacar aquel cuerpo teórico e ilustrar la forma como estas interpretaciones pueden fructíferamente aplicarse a la economía colombiana. Si algo de esto se ha logrado se habrá también mostrado la pertinencia del pensamiento del nuevo Nobel de economía para el estudio de nuestra realidad.

²² Echeverry, J.C. “Memorias de la recesión de fin de siglo en Colombia: flujos, balances y política anticíclica” *Economía Colombiana. Boletines de divulgación económica*, no. 7. DNP.

²³ Gourinchas, P., R. Valdés & O. Landerretche (2001) “Lending Booms: Latin America and the World” *NBER Working Paper Series*, WP 8249.