

REFORMAS ESTRUCTURALES Y SUS EFECTOS EN LA BANCA COMERCIAL CONCEPTUALIZACIONES¹

*Édinson Caicedo Cerezo, Msc.**
*Klaus P. Fischer, Ph.D.***

RESUMEN

Este documento presenta algunas reflexiones sobre el impacto que pueden causar las *reformas estructurales* sobre el desempeño del sistema bancario en los países que enfrentan, o enfrentarán, dichos procesos. Se entiende por reforma estructural la eliminación de restricciones para hacer competitivo el mercado financiero doméstico incluyendo la apertura de estos mercados a la competencia internacional. Este proceso es frecuen-

* Profesor del Departamento de Procesos de Información Contabilidad y Finanzas, Facultad de Ciencias de la Administración, Universidad del Valle, Cali - Colombia.

Internet: edcaiced@fayol.univalle.edu.co

** Profesor Departamento de Finanzas y Seguros e investigador del Centro de Investigaciones Económicas y Finanzas Aplicadas (CREFA). Universidad Laval Québec - Canadá

Internet: Klaus.Fischer@fas.ulaval.ca

¹ Este trabajo es una síntesis del marco conceptual de la propuesta de investigación: "Reformas estructurales, desempeño bancario y predicción de quiebra bancaria en Latinoamérica - El caso colombiano", la cual fue presentada por los autores (como parte de los trabajos que adelanta la *red virtual de investigadores The Solving Bank Group in Latin America*) a Colciencias y aprobada por esta entidad para ser desarrollada por la Subdirección Técnica del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras -FOGAFIN- y la Facultad de Ciencias de la Administración de la Universidad del Valle.

temente llamado “liberalización financiera” y es entendido como el paso de un régimen, en el cual el mercado financiero es fuertemente intervenido por los controles gubernamentales (“represión financiera” como lo define pro McKinnon, 1973), a un régimen en el cual hay menos restricciones (“régimen liberalizado”).

Los programas de reforma estructural implican un análisis del desempeño y de la insolvencia de los bancos bajo la liberalización financiera. De hecho, estos análisis son relevantes en cualquier contexto y no solamente bajo reformas estructurales. Sin embargo, el propósito de ellos en este documento, no es cuestionar la legitimidad de la reforma estructural, sino de ilustrar cómo es el desempeño de los bancos en el contexto de la reforma estructural, como se menciona en el título del artículo.

INTRODUCCIÓN

A manera de ejemplo, si la autoridad bancaria, o funcionario público, encargado de dirigir el sistema bancario a través de un proceso de liberalización financiera, tiene la responsabilidad de asegurar que éste registre los cambios y se transforme en buenas condiciones, evitando la quiebra, ¿cómo mediría la exposición de los bancos al riesgo, o la posibilidad de una quiebra, a medida que éstos sostienen los cambios de liberalización? Es una tarea difícil, dada la amplia gama de factores que afectan la solvencia de los bancos, los cuales incluyen los siguientes: la gestión del banco, la solvencia de su clientela, las limitaciones de información contable en una situación transitoria, los factores macroeconómicos, y otros.

Sin embargo, estos asuntos son de gran importancia para una gestión eficaz de los programas de liberalización. Se sabe que los mejores planes de reforma estructural -los que promueven la inversión, los flujos de capital y el ahorro- pueden fracasar si una o más instituciones financieras se vuelven ilíquidas, provocando el pánico general. Los efectos de tal pánico pueden ser devastadores, ya que pueden causar desde una contracción monetaria repentina hasta dificultades financieras generales en el sector productivo y, por ende, aumentos en la tasa de desempleo.

La iliquidez bancaria puede tener diversos motivos: un aumento de quiebras entre su clientela, los retiros en masa, los préstamos imprudentes, constituyen apenas algunos de los posibles ejemplos.² No es nada extraño que los economistas encargados de la planeación y de la supervisión de los programas de reforma económica, ignoren los efectos microeconómicos, especialmente, lo referente a la exposición del comercio a toda clase de riesgos. Esto no debe sorprender, ya que los cambios de exposición al riesgo suelen estar totalmente ausentes de los modelos económicos que sirven de guía a estos programas.

La relación entre algunos aspectos de liberalización y la liquidez del sector bancario, ya ha sido abordada por diversos investigadores. Sundarajan Leite y Sundarajan (1990) estudiaron la relación entre la liberalización de tasas de interés y la "solidez" bancaria, en un informe que propone diversas herramientas estratégicas para llevar a cabo el proceso de liberalización de manera acertada.

Aunque es cierto que ya se han emprendido diversos procesos de liberalización sin que se presenten quiebras bancarias -ni grandes ni pequeñas- no se puede obviar el riesgo. De hecho, hubo algunas quiebras institucionales contundentes en diversos países al emprender la liberalización financiera. Los ejemplos abundan: Argentina, Chile, Colombia, Indonesia, México, Nigeria, Noruega, Suecia, Venezuela, y otros. Han sido muchos los procesos de liberalización que terminaron por desencadenar una crisis bancaria de grandes proporciones. Estas crisis implican, a

² La crisis financiera de Argentina en 1995 constituye un buen ejemplo, pues fue predominantemente una crisis de confianza en el sector bancario. En los cuatro meses siguientes a la crisis mejicana, aproximadamente cuatro mil millones de dólares (casi el 10% de la totalidad de depósitos en el país), salieron del sector bancario. La mayor parte no salió para el extranjero, sino -como comentara el ministro de economía D. Cavallo- fue "guardada bajo el colchón". El paquete de alivio financiero internacional que obtuvo Argentina posteriormente fue utilizado en su mayor parte para establecer un sistema de emergencia de seguros de depósitos. El único propósito de esta estrategia, fue restablecer la confianza de los ahorradores domésticos en su sistema bancario. Todo el programa de reestructuración de la economía argentina a largo plazo, se vio en peligro al presentarse la crisis bancaria.

veces, grandes pérdidas para sus respectivos gobiernos, tal como sucedió en Venezuela en 1994. En ese caso, el gobierno tuvo que preparar un plan de alivio de emergencia cuyo valor ascendió al 13% del PIB de Venezuela.

En Argentina, en los 6 años siguientes a la liberalización financiera iniciada en 1977, casi el 32% de las instituciones bancarias desaparecieron. A menudo, tales quiebras se evitan únicamente mediante garantías estatales que aseguran la liquidez del sistema financiero durante el proceso de liberalización (garantías denominadas CGG, o *Conjectural Government Guarantee*). Ocasionalmente, tales garantías persisten como parte integral del proceso de liberalización, o se vuelven a imponer cuando las autoridades perciben que el sistema bancario peligra.

No es ésta la intención de cuestionar la validez de la liberalización financiera. Por el contrario, se propone estudiar el efecto de tales reformas en el sistema bancario, y desarrollar herramientas que permitan una mejor monitoría de la banca durante el proceso de liberalización. La caducidad del modelo de crecimiento económico basado en la sustitución de importaciones, dejó a muchos países sin ninguna alternativa, salvo la adopción del mercado libre para recuperar su crecimiento o escapar de la recesión. Pero, también, están tomando este camino sin abandonar del todo su control sobre el proceso. Por cierto, a pesar de la liberalización que se está manifestando en casi todos los continentes del mundo, los diversos mecanismos de control de crédito y de tasas de interés aún pueden ser de gran utilidad para promover el crecimiento económico y la justicia social. Recientemente, Vittas y Cho (1994) evaluaron la práctica de manejar artificialmente la colocación de créditos (una manera muy común de distorsionar los mercados financieros), y encontraron que en algunos casos -como en Corea y en Japón- tales prácticas sí lograban promover la inversión y el crecimiento.

APROXIMACIONES A PROBLEMAS DE LA BANCA EN LOS PROCESOS DE REFORMA ESTRUCTURALES

Los programas de reforma estructural, también llamados de liberalización financiera, afectan principalmente al sistema bancario. Desafortuna-

damente los procesos, en muchos países, han ocasionado una gran cantidad de fallas en el sistema bancario. Programas de Privatización, como una de sus formas particulares, puede generar crisis en el sistema bancario (p.e., México).

El sector más afectado por la liberalización financiera es el de la banca comercial, directa o indirectamente. Directamente, porque los bancos comerciales son generalmente el objetivo inmediato del proceso de liberalización. Indirectamente, porque ésta modifica los parámetros decisivos utilizados por los bancos financieros y clientes de bancos no financieros para la toma de decisiones financieras. También puede modificar el tipo y la cantidad de crédito de intermediación por los bancos comerciales y otras instituciones financieras.

En forma general, la represión financiera implica un conjunto de restricciones en el mercado competitivo que produce un ambiente de protección para los intermediarios financieros. Entre las restricciones más comunes están: 1) margen de intermediación garantizado a través de la fijación de préstamos y tasas de depósitos o programas de subsidio directo (ver Gibson y Tsakalotos (1994)); 2) barreras de salida para intermediarios financieros frecuentemente acompañadas por seguros ilimitados de depósito; 3) barreras de salida a los mayores clientes industriales o intermediarios financieros; 4) garantía de actividades empresariales a través del crédito subsidiado por el gobierno mediante la colocación de programas claves para los sectores económicos. La liberalización financiera consiste, generalmente, en la eliminación de todos, o parte, de estos controles, cambiando considerablemente el ambiente de los negocios de los intermediarios financieros. Entre otras cosas, esto implica: eliminación de los controles de las tasas de intereses, Galvis (1985)³; modificación o eliminación de la asignación de cuotas de créditos y sus políticas;

³ El autor afirma que "La liberalización financiera consiste en la eliminación de las restricciones financieras. Es decir, permitir que las tasas de interés suban hasta su punto de equilibrio, con el fin de promover una tasa óptima de ahorro y evitar la mala colocación de recursos reales y financieros."

eliminación de los subsidios de las tasas de interés y los esquemas de financiamiento patrocinados por el gobierno; apertura al capital extranjero y reducción o eliminación de las garantías explícitas del gobierno.

Aunque dichas medidas no son implementadas simultáneamente, ellas son muy importantes en los escenarios donde se puedan presentar programas de liberalización financiera. También, los efectos de cada medida financiera podrían cambiar la forma de los bancos, o entre bancos, en una economía, como función de algunas características estructurales. Si el sector bancario es de naturaleza oligopólica, los bancos más grandes pueden competir más agresivamente que los bancos pequeños. Alternativamente, el gobierno permitiría más la insolvencia y liquidación de los bancos pequeños que de los grandes.

Los efectos de la liberalización financiera sobre las rentabilidad y la exposición al riesgo pueden ser resumidos de la siguiente manera. Ella, frecuentemente, ofrece a los bancos nuevas oportunidades de obtener rentabilidad. Sin embargo, esto está acompañado de un crecimiento de las tasas de interés y exposición al riesgo en los créditos. El efecto, probablemente, será relativo al tamaño de los bancos. Los bancos pequeños podrán ser menos beneficiados de las nuevas oportunidades de obtener ganancias mientras están expuestos al crecimiento de las tasas de interés y al riesgo en el crédito. Estas diferencias, combinadas con el valor de las garantías que el gobierno ofrece a unos bancos, haría que los bancos grandes absorban a los pequeños o que algunos de éstos se liquiden.

Los programas de liberalización financiera han sido objeto de muchas investigaciones. Sin embargo, se puede decir que se estudiaron, primordialmente, en la investigación de factores macroeconómicos como la inversión y el ahorro, o sobre el efecto en indicadores agregados de una economía. Es poco lo que hay publicado sobre el efecto de la liberalización financiera a nivel de los bancos individuales. En particular, se ignora en muchos de estos programas de investigación el estudio en la exposición al riesgo de los bancos que acompaña a dichos procesos de liberalización. El mejor plan de cambios en los indicadores agregados, puede fracasar cuando la exposición al riesgo de los bancos se incrementa a tal punto que muchas instituciones también fracasan. En cambio, la exposición al riesgo

puede ser incluida de manera externa por acciones ajenas al gobierno, o puede resultar de los incentivos que se le ofrecen a los bancos para exponerse al riesgo dentro de un proceso de liberalización financiera.

Muchas preguntas pueden surgir acerca del funcionamiento de la banca bajo la liberalización financiera, entre ellas podrían formularse: ¿cuál es el efecto en el desempeño de los bancos de los programas de liberalización financiera en Latinoamérica? En el caso colombiano, ¿cuál es el efecto en el sistema bancario comercial del país? ¿Qué posibilidades y dificultades presenta la construcción de un sistema de previsión bancario como herramienta de monitoreo para los supervisores, administradores y autoridades bancarias, que permita reducir el costo económico y social de las crisis financieras en periodos de reforma estructural en Latinoamérica, en general, y Colombia, en particular?

La importancia de responder a preguntas como las anteriores, puede describirse mediante dos factores. El primero, tendría que ver con las reformas estructurales de los países en vía de desarrollo. Dichas reformas han ocasionado catástrofes bancarias con graves implicaciones en términos de costos económicos y sociales en dichos países. El costo, en términos del Producto Interno Bruto de algunas operaciones de rescate realizadas por los gobiernos para ayudar a algunas industrias. Particularmente, en Venezuela, en 1994, el costo social de las operaciones de rescate del gobierno fue del 13% del PIB; en Noruega, durante el periodo 1990-92, estuvo entre el 5% y 7% del PIB. En Colombia, en 1985, fue del 8% del PIB.⁴ En el caso de México, para rescatar la banca comercial del país, el gobierno incurrió en un costo social, el doble de los procedimientos de privatización que involucraban a todo el sistema bancario en 1989; este costo fue estimado por lo menos en un 5.1% del Producto Nacional Bruto mexicano. Esto es solamente la punta del iceberg si se considera la crisis en la producción y el empleo. Las fallas, como aquí se describen, causan sus principales impactos en las actividades comerciales, capital y cambios en el mercado y beneficios sociales. Por ejemplo, la reciente crisis en

⁴ Ver Little (1994).

Argentina, seguida de la de México (efecto tequila), específicamente basada en una iliquidez de los bancos, combinada con una deficiencia en la liquidez fiscal, alcanzó el récord más alto en la tasa de desempleo que ha habido en la historia, entre otras cosas, esta crisis ha enfatizado la importancia del sistema bancario para el funcionamiento de la economía.

El segundo factor consideraría que los procesos de liberalización financiera sólo han sido llevados a cabo en pocos países africanos, asiáticos y Latinoamericanos. Un gran número de países en vía de desarrollo, aún funcionan bajo el régimen que en este documento se denomina represión financiera. Esto también es cierto para algunos países que están en transición de un régimen centralizado a uno de mercado, como las repúblicas de Europa oriental. Dada la reciente tendencia en el mundo,⁵ se podría visualizar una dependencia hacia los procesos de liberalización por parte de los países. Particularmente, algunos países Latinoamericanos (Argentina, Brasil, Colombia y Uruguay), tienen un compromiso que se podría denominar la segunda fase de la liberación financiera, la primera fue efectuada a finales de los 70s y a principio de los 80s con resultados catastróficos.⁶ La represión financiera fue re-impuesta, seguida de las experiencias desastrosas (excepto Chile, bajo el régimen del general Pinochet).

¿Están comprometidos los países en la actualidad con procesos de liberalización financiera? La respuesta sería negativa, si los resultados que se piensan obtener son tan catastróficos como lo fueron en Latinoamérica en la primera fase de la liberalización financiera. Hay mucho que aprender de estas experiencias pasadas, aun si ellas no fueron de gran utilidad para aquellos que tuvieron que enfrentar repentinamente aquellos procesos de liberalización.

⁵ Fischer (1995), en estudio que adelantó, en 50 mercados emergentes (ubicados en África, Asia, Sur de Europa y Latinoamérica) encontraba que 12 países operaban en un régimen liberalizado, 24 operaban en un régimen transitorio de represión a liberalización financiera. Los 14 países restantes operaban bajo un régimen de represión financiera. Es decir, 38 países enfrentan problemas de liberalización financiera, unos más avanzados que otros.

⁶ Ver Little (1994).

LOS EFECTOS EN LA BANCA COMERCIAL

La liberalización financiera es un proceso complejo, cuyos efectos en el sector bancario se entienden apenas imperfectamente. En esta sección, se analizan los incentivos que una liberalización típica le ofrece a la gestión bancaria, y algunas de las consecuencias predecibles. Siempre que se pueda, se hará referencia a la literatura pertinente.

LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA: ¿CUÁLES SON LAS IMPLICACIONES PARA LA BANCA COMERCIAL?

La liberalización financiera puede cambiar fundamentalmente el entorno comercial de los intermediarios financieros. Como se mencionó, es éste el caso, porque se cambian por completo los marcos macroeconómicos, legales y reglamentarios bajo los cuales operan los bancos. Obviamente, el sector más sensible a esta liberalización es el sector de la banca comercial. Éste puede verse afectado, ya sea directa o indirectamente. Directamente, porque los bancos comerciales son, a menudo, el blanco directo de dicho proceso. Indirectamente, porque la liberalización generalmente modifica las bases sobre las cuales, tanto los bancos, como sus clientes, toman decisiones.

La definición más sencilla de liberalización financiera es el levantamiento de la represión financiera. Por esta expresión, se entiende toda restricción sobre la competencia de mercado libre que un ambiente protegido le proporciona a los intermediarios financieros.

Ahora bien, para apreciar el impacto de la liberalización, se considera la siguiente lista de posibles medidas, y las consecuencias que puedan tener en las utilidades bancarias y en su exposición al riesgo. Estas consecuencias se describen a continuación.

EL EFECTO DE LA ELIMINACIÓN DE LOS CONTROLES SOBRE LAS TASAS DE INTERÉS DE DEPÓSITO O PRÉSTAMO.

Este cambio tiene cuatro efectos independientes en la banca:

Incertidumbre respecto a las tasas de interés. El resultado inmediato de un levantamiento de controles suele ser un aumento en las tasas de

interés sobre depósitos y préstamos, como también en la inestabilidad de estas tasas. Los niveles de las tasas aumentan hasta ubicarse en un rango positivo, ajustado por la inflación. La inestabilidad puede deberse a diversos factores, de los cuales se destacan apenas dos: los cambios de cartera, y la competencia por fondos. Los cambios de cartera son consecuencia del levantamiento de controles. Es decir, se presentan cambios de cartera cuando los acreedores y los deudores modifican sus posiciones de acuerdo con las nuevas condiciones del mercado financiero. La competencia por fondos suele ser intensa después de la liberalización. La desregulación de intereses a menudo provoca enfrentamientos comerciales a medida que los bancos buscan captar mayor participación del mercado. Recordemos lo que sucedió en los Estados Unidos, al desregular el sector de la aviación comercial. Tales enfrentamientos comerciales también pueden ser agravados al existir instituciones oligopólicas en el sector bancario, es relativamente común en los mercados emergentes. La mayor inestabilidad puede persistir durante un período de transición relativamente largo, hasta tanto se llegue a un punto de equilibrio, y la especulación y el arbitraje entre los diversos segmentos del mercado se vuelvan menos rentables.

El margen de intermediación. Al levantar los controles sobre las tasas de interés en los préstamos y depósitos, de hecho, se afecta el margen de intermediación y, por ende, los ingresos del banco. En una economía liberalizada, los bancos se ven obligados a competir entre sí para captar fondos y colocar préstamos, esto reduce sus márgenes de utilidad. La presencia de concentraciones oligopólicas en el sector financiero, indica que los grandes pueden resistir la competencia mientras que los más pequeños pueden quebrar. Además, así los bancos se transformen en el proceso de liberalización, un aumento en las tasas de interés para los depósitos no implica un aumento automático para los préstamos. Recordemos que la racha de quiebras de las instituciones norteamericanas de ahorro y vivienda, a comienzos de los años ochenta, se debió principalmente al aumento en las tasas de interés para depósitos, sin que se presentara un aumento correspondiente en las tasas para los préstamos (El incremento en las tasas de interés para depósitos se debió a la legislación del gobierno Carter, denominada DIDMCA - *Depository Institutions*

Deregulation and Monetary Control Act). Este hecho debe servir de ejemplo de lo que puede suceder al decretarse un cambio unilateral en las tasas de interés.

La toma de riesgo. Al eliminar las restricciones en las tasas de interés sobre depósitos y préstamos, se cambian los incentivos para tomar riesgos. De hecho, se amplían las posibilidades y las oportunidades para asumirlos.⁷ Al haber controles sobre las tasas de interés de los préstamos, los bancos no perciben los verdaderos riesgos de la colocación ya que no hay manera de ajustar las tasas según el riesgo de cada situación. Pero al levantar estos controles, los aumentos en las tasas de interés que ganan los depósitos les obliga a cobrar mayores intereses en los préstamos más arriesgados. Además, al levantar los controles sobre los préstamos, los bancos tienen un mayor incentivo para favorecer a aquellos deudores dispuestos a pagar intereses más altos. Si los intereses sobre los depósitos reflejaran los riesgos que cada banco asume en sus préstamos, entonces no habría ninguna ventaja para los accionistas. Pero ya que los intereses pagados por depósitos no van ligados al nivel del riesgo de los préstamos, a los accionistas les favorece hacer préstamos de mayor riesgo, a mayores tasas de interés. Lo cierto es que jamás habrá una relación directa entre el riesgo que corre el banco y el interés que gana el depositante, bajo las diversas modalidades de aseguramiento de depósitos. Si la liberalización financiera reduce los márgenes de intermediación debido a una mayor competencia, entonces los bancos, a su vez, tratarán de incrementar sus

⁷ Es de anotar que en uno de los análisis más profundos y concienzudos de la crisis bancaria mejicana, jamás hecho por un funcionario público mejicano (Miguel Mancera Aguayo (1995), Gobernador del Banco de México), ni siquiera menciona los cambios en la estrategia crediticia de la banca comercial, luego de la liberalización financiera de su país. Cabe mencionar que las altas tasas de cartera morosa, constituyó uno de los principales elementos de la crisis, y que obligó al gobierno a establecer un paquete de emergencia económica. Este paquete contó con más de once mil millones en dólares de dineros públicos, destinados a la financiación directa de la banca comercial. De manera paralela, se estableció el Acuerdo para el Apoyo de Deudores, ADE, con el fin de reestructurar los pagos durante los siguientes 30 años. No se cuenta con información respecto al costo de este programa para el contribuyente mejicano.

utilidades, haciendo préstamos más arriesgados a más altos intereses. El fenómeno de la toma de riesgos también ha sido analizado en el contexto de la legislación DIDMCA de 1980, como también en el del Acta Garn-St. Germain de 1982 (Ver Pantalone y Platt (1987), Keeton (1984) y otros, para evidencia empírica sobre la relación entre la desregulación financiera y la toma de riesgos en el sector bancario de los Estados Unidos).⁸

La calidad de la cartera. Una mayor inestabilidad, generalmente acompañada de mayores tasas de interés, aumenta, tanto los costos financieros, como el riesgo para los deudores. Por tanto, la calidad de la cartera generalmente decae.

EFFECTOS DE LA DESREGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS, Y/O SU REORDENAMIENTO

Nuevamente, hay diversos efectos que entran en juego. La desregulación consiste, básicamente, en la eliminación de normas que rigen el funcionamiento de las instituciones financieras, y en la promoción de nuevos instrumentos financieros y mercados (mercados de bonos y acciones, opciones, etc.).

La “desintermediación”. Este proceso puede generar fuertes incentivos para que los integrantes de los mercados financieros emprendan otras alternativas de intermediación, especialmente en los mercados bursátiles.⁹ La diversificación de los instrumentos financieros es considerada un resultado positivo de la liberalización, ya que hace que los mercados sean más completos. Sin embargo, los efectos de la “desintermediación” en los bancos individuales, no necesariamente serán tan positivo. Desde el punto

⁸ Ver también, Corbo, de Melo y Tybout (1985) para algunos detalles sobre la toma de riesgos en el sector bancario, durante la liberalización financiera en Argentina, Chile y Uruguay.

⁹ Ver Merton (1995, 1992, 1977) para una discusión interesante sobre la interacción competitiva entre los intermediarios y los mercados financieros, tanto desde el punto de vista práctico, como regulatorio.

de vista de los pasivos, la disponibilidad de nuevos instrumentos financieros permite la colocación de fondos en los destinos más productivos. Nuevamente, la legislación DIDMCA, es un buen ejemplo. Grandes sumas de dinero fueron retiradas del sector bancario para ser colocadas en el sector de los fondos mutuos. Bajo las normas de desregulación, los fondos mutuos adquirieron el derecho de proporcionar servicios bancarios a su clientela. Por lo tanto, los bancos tuvieron que competir para los depósitos, lo cual incrementó el costo de la captación. Desde el punto de vista de los activos, las entidades no-financieras encuentran ventajas en la captación a través de nuevos mecanismos como la emisión de bonos y acciones, tanto en el mercado doméstico como en el exterior. Dadas estas nuevas alternativas, los grandes usuarios de fondos, generalmente aquellas entidades de mayor nivel crediticio, pueden reducir los montos que obtienen de los bancos. Por ende, éstos se ven obligados a destinar parte de su cartera a clientes más pequeños: los de mayor riesgo y menor confiabilidad.

La toma de riesgos. Al eliminar las restricciones sobre la colocación de fondos y al permitirle a la banca una gama más amplia de actividades, también se abren nuevas oportunidades en la toma de riesgos. En algunos mercados emergentes, por ejemplo, en México y Tailandia, a los bancos se les dio la oportunidad de ampliar sus funciones, permitiéndoles aprovechar las nuevas oportunidades financieras. Pero, así se permita la llamada “banca universal”, suele ser ésta una actividad nueva, donde los banqueros tienen poca o ninguna experiencia. Coleen (1987) y otros, nos proporcionan evidencia de los problemas de colocación de fondos que experimentaron las asociaciones de ahorro en los Estados Unidos, después de promulgarse la legislación DIDMCA.

EFFECTOS DE LA REFORMA ECONÓMICA

La mayoría de los programas de liberalización financiera no son emprendidos en forma aislada. Por el contrario, generalmente forman parte de un paquete más grande de reformas económicas que pueden incluir la liberalización del comercio internacional, reducciones en el gasto público, cambios en la política monetaria y cambiaria, eliminación

de subsidios, etc. A menudo, el paquete global de liberalización forma parte de un programa de reajuste estructural, patrocinado por el Fondo Monetario Internacional, y que incluye dictámenes respecto a las políticas comerciales, monetarias y fiscales. Las consecuencias de estas reformas en el sector comercial pueden ser muy variadas. A su vez, la cartera de los bancos también presenta cambios muy variados. Algunos clientes de los bancos sí logran sobrevivir y hasta sobresalir en el nuevo entorno competitivo. Pero aquellas empresas que no pueden adaptarse a las nuevas realidades, o cuyos negocios se limitan a alguna actividad segmentada, pueden sufrir. Y aunque el éxito de los ganadores no hará mucho por mejorar el rendimiento de la cartera bancaria (ya que pagan únicamente los intereses devengados), la quiebra de los perdedores sí incide negativamente en la cartera por cobrar. Más, precisamente, se incrementa la cartera de deudores morosos. Bajo tales circunstancias, los bancos se ven obligados a cobrar intereses más altos sobre los préstamos que hacen. Y aunque tal medida puede mejorar la rentabilidad de los bancos a corto plazo, estas mayores tasas de interés, a su vez, contribuyen al mayor riesgo creado por las reformas económicas.¹⁰ Roe (1991) es uno de los autores que hace hincapié en esta relación -en lo que llama el "proceso de retroalimentación macro-micro"- aunque emplea el término en el contexto de mercados reglamentados, y no en el proceso de liberalización financiera.

EL LEVANTAMIENTO DE LAS BARRERAS PARA ENTRAR Y SALIR DEL MERCADO FINANCIERO

En un entorno de reglamentación financiera, el Estado garantiza la supervivencia de la banca mediante garantías oficiales.¹¹ El levantamien-

¹⁰ Se ha *vuelto vox populi* entre los economistas mejicanos, que la actual cartera morosa del sector bancario fue en gran medida auto-creada. Las empresas se vieron acosadas ante dos choques simultáneos: los riesgos de una total y repentina liberalización del comercio internacional, y los altos intereses cobrados por los bancos, al ajustar sus tasas de acuerdo con el nivel de riesgo.

¹¹ No es nada fuera de lo común, en las economías reglamentadas, que el Estado rescate una entidad financiera cuya inminente quiebra pone en peligro la liquidez de un banco, y un número considerable de empleos.

to de las barreras para salir, tal como ocurrió a comienzos de los años ochenta en Argentina y Brasil, afecta tanto la liquidez de los bancos, como también la calidad de su cartera. Este efecto puede ser severo si no se cuenta con algún mecanismo para asegurar los depósitos, de común ocurrencia en los mercados emergentes. Además, si la liberalización también abre las puertas a la competencia extranjera, entonces el levantamiento de barreras para entrar al mercado financiero aumenta las presiones de competitividad ejercidas en todo el sector.

LA ADOPCIÓN DE NORMAS INTERNACIONALES DE CAPITAL

La liberalización financiera está, a menudo, acompañada por la adopción de las normas "BIS", (Banco Internacional de Pagos de Basilea), o normas similares, que rigen el capital internacional. Diversos investigadores (Breedon e Isaac (1992), Wojnilower (1992), Haubrich y Wachtel (1993), Thakor (1996), Berger y Udell (1994)), han sostenido que las normas que rigen el riesgo de capital (denominadas RBCS, o *Risk-Based Capital Standards*), pueden considerarse un "impuesto al riesgo". Entre mayor sea el riesgo, más alto es el impuesto. Ya que el capital propio (o de patrimonio) es la fuente más costosa de captación, las normas RBCS estimulan la colocación de fondos en los destinos de bajo riesgo, tales como los depósitos a término del gobierno, en detrimento de los de alto riesgo. De esta manera, el banco reduce el impuesto que estas normas implican. Esto conduce a una reducción de los fondos disponibles al sector comercial. Tal reducción crediticia, conjuntamente con intereses más altos, complica las perspectivas financieras del comercio, lo cual, a su vez, incide en el valor de la cartera bancaria.

LA SUPERVISIÓN BANCARIA Y SUS PODERES DE IMPOSICIÓN

El levantamiento de las garantías gubernamentales sobre depósitos, y de los controles sobre la captación y colocación de fondos en el sistema financiero, suele acompañarse de una mayor supervisión para velar por la seguridad del sistema. Como ya se ha visto, la liberalización financiera introduce nuevas oportunidades para realizar ganancias y para tomar

riesgos, reduciendo la seguridad del sistema bancario. Existe una relación recíproca entre el costo de asegurar los depósitos bancarios, por un lado, y el derecho de supervisar los activos bancarios, por el otro. Especialmente, si se desea contar con una confiabilidad relativamente constante (Ver Merton y Bodie (1991). Ahora bien, es relativamente sencillo levantar las principales restricciones financieras, dada la voluntad política. Pero este levantamiento introduce un alto grado de incertidumbre al sistema bancario. Por ejemplo, los controles sobre los intereses de captación y colocación, los controles sobre remesas internacionales, las reformas económicas, y otros, pueden eliminarse mediante un simple decreto. Pero lo mismo no sucede con la supervisión bancaria. Muy a menudo, los bancos centrales de los países en vía de desarrollo, deben realizar sus obligaciones de supervisión por medio de una reglamentación diseñada para entidades comerciales. Tal reglamentación no siempre proporciona a la entidad de vigilancia, los mecanismos adecuados para obligar el acatamiento de las entidades financieras, a diferencia de lo que sucede en la mayoría de los países industrializados. De hecho, un solo caso de insolvencia bancaria puede ocupar los juzgados durante años poniendo en tela de juicio la seguridad de todo el sistema bancario. Por lo tanto, cualquier liberalización financiera que no faculte debidamente a las entidades de supervisión y vigilancia para tomar el mando de una situación crítica, contribuye de manera significativa a la gran incertidumbre que reina en el ambiente.

CARACTERÍSTICAS DEL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO Y LOS PROCESOS DE REFORMAS FINANCIERAS

Esta sección tiene dos propósitos. El primero, aproximarnos en términos muy generales, a algunos eventos que fueron dando origen a reformas financieras en Colombia durante el período de los 80s. El segundo, ilustrar muy brevemente la aplicación de los conceptos que se describieron en la sección 3, de la Reforma Financiera del 90. Pretender hacer un análisis histórico riguroso de las Reformas Financieras en Colombia, no es el interés de la sección, estudios excelentes como el de Fernández (1994) ilustran dicho tema.

Realizada la aclaración anterior, digamos que en Colombia, como en otros países en vía de desarrollo, es conveniente estudiar uno de los medios con que cuenta el Estado para canalizar el capital nacional y extranjero hacia la inversión productiva del país: el sistema financiero.

El sistema financiero colombiano, estructurado alrededor del Banco de la República, en cuya fundación jugó un papel importante la Misión Kemmerer en 1923,¹² ha tenido desde ese año muchas modificaciones, las cuales son objeto de investigación con el propósito de estudiar cómo han sido sus efectos en el desempeño de la banca comercial del país.

Mientras que el sector financiero crecía durante el periodo 1975-1982,¹³ el Producto Interno Bruto en Colombia pasaba de 2.3 en 1975 a 3.0 en 1985.¹⁴ En dicho período la razón de crecimiento del PIB era inferior a la razón de crecimiento de los activos financieros. Esto muestra que los recursos financieros no se habían canalizado hacia la inversión productiva, que demandaba un cambio en la orientación de la política económica del país para que el sector financiero desempeñara su papel estratégico en el proceso ahorro-inversión en Colombia.

Dentro de las fases del desarrollo del sistema financiero en Colombia, durante el periodo 1970-1972, la estructura financiera es básicamente la misma que en los 60s: tasas de interés bajo controles administrativos, racionamiento de crédito prevaleciente y el Banco Central como fuente básica de recursos financieros domésticos. Desde finales del 1972, hasta 1974, se caracteriza el sector por la introducción del UPAC.

Durante el período 1974 - 1976, se inicia la reforma financiera que buscaba otorgar cierta libertad al mercado de crédito y a la tasa de interés, tratando de eliminar, simultáneamente, los recursos crónicos de emisión para

¹² Vease por ejemplo: De la Espriella (1979), Aguirre (1991) y Kemmerer y el Banco de la República: *Diarios y Documentos*.

¹³ Los activos financieros del sector, expresados en términos de proporción del PIB, eran de 10.2 en 1975, 14.0 en 1982

¹⁴ Asociación Bancaria, Banca y Finanzas No. 190.

financiar el crédito interno.¹⁵ Se fija un máximo a la corrección monetaria pagada por el UPAC, se elevaron las tasas de interés de depósitos de ahorro y a término, al igual que las de los bonos oficiales, se elevó la tasa de redescuento y se hicieron más severas las sanciones impuestas por descaje; se llevó a cabo una vasta Reforma Tributaria, con la cual se esperaba contribuir sensiblemente a eliminar la utilización crónica del crédito del Banco de la República por parte del gobierno.

La Bonanza Cafetera durante el periodo 1977-1979, incrementó las reservas internacionales del Banco de la República, implicando que se tomara unas medidas contraccionistas que tenían sus repercusiones en el sector financiero. El objetivo principal de las medidas económicas del periodo era que se acumularan reservas, para ello, se debía de contribuir a generar los recursos de ahorro interno que permitieran financiar dicha acumulación. El encaje marginal se estableció en un 100% sobre los incrementos de depósitos a la vista y se introdujo el Certificado de Cambio¹⁶ y los Títulos de Participación.

En 1980 se liberaron ciertas tasas pasivas reconocidas por el sector financiero y se eliminó el encaje marginal del 100%, vigente desde tres años atrás.¹⁷

La crisis financiera de 1982, debida a que algunas entidades financieras se desviaron de su papel esencial; la intermediación; condujo a que el gobierno colombiano dictara el Decreto 2920, que buscaba recobrar la confianza en el sector financiero a través de cuatro frentes: profesionalización de la actividad financiera, código de conducta de los administradores de instituciones financieras, régimen de la nacionalización y obligación de democratizar las instituciones financieras.

¹⁵ Véase Arango, Chávez y Zapata (1986)

¹⁶ Los Certificados de Cambio son un papel financiero utilizados por el Banco de la República para adquirir las divisas provenientes de exportaciones de bienes y servicios.

¹⁷ Por ejemplo, se liberaron las tasas de los CDT y éstas subieron al 36% efectivo anual. El encaje marginal fue fijado en un 50% para los incrementos de depósitos a la vista que se presentaran a partir de enero 31 de 1980.

En 1985 se veía venir una tremenda crisis sobre el sector financiero. Durante este año el gobierno dictó medidas tendientes a que los empresarios deudores y los bancos acreedores llegasen a acuerdos de reprogramación de deudas morosas, según la Superintendencia Bancaria, a Dic. 31 de 1985 éstas reportaban \$280.987 millones. A finales de 1985 se crea el Fondo de Garantías del Sector Financiero, con el cual se pretende evitar una crisis de confianza generalizada en el sector. El Decreto 2920 de 1982, reforzado con el Fondo de Garantías, fueron las herramientas que utilizó el gobierno para que se nacionalizaran el Banco de Colombia, Granfinanciera, Pronta y Comercial Grancolombiana, todas ellas del Grupo Grancolombiano.

Durante 1986, se realizaron varias reformas en el campo tributario: la eliminación de la doble tributación (ver Carrizosa (1986), Serrano (1990)), eliminación de la deducibilidad del componente inflacionario de los intereses, nivelación de la tarifa de ventas para las sociedades anónimas y limitadas. Esto buscaba incentivar el mercado de capitales no bancario, o de instrumento, a través del mercado bursátil.

A finales de 1989, dentro del programa de apertura, modernización e internacionalización de la economía colombiana, se inicia la reforma al sistema financiero¹⁸ que tenía como objetivos:¹⁹ liberar las tasas de interés que estaban permanentemente controladas por parte de las autoridades económicas; disminuir la especialización de los intermediarios, tanto en la parte pasiva como en la parte activa de los establecimientos de depósito y crédito; simplificar las normas de encaje de las inversiones forzosas; capitalizar el sector financiero; endeudamiento externo e inversión extranjera en el sector y las modificaciones en la contabilidad y la regulación (ver Carrasquilla y Zárate (1996)).

¹⁸ Ver Lora Eduardo (1994).

¹⁹ Una versión ampliada de los objetivos de la Reforma Financiera la describen Carrasquilla y Zárate (1996).

En 1996 el sistema financiero colombiano se caracterizaba por la concentración bancaria del financiamiento,²⁰ estabilidad en los componentes básicos del balance del sector y altos márgenes de intermediación (ver Carrasquilla y Zárate (1996)). El sistema de regulación está basado en un monitoreo permanente de cada una de las entidades del sector y descansa en la capitalización adecuada de los establecimientos, la calidad de los activos y la desconcentración del riesgo.²¹ La Superintendencia de Valores les exige a los intermediarios financieros (bancos, CAV, CF y CFC) un índice de solvencia entre el 14 y 19% y realiza un seguimiento mensual de los estados financieros. El Fogafin respalda la continuidad de las entidades con problemas de solvencia, a través de planes de recuperación y ofrece un seguro de depósito hasta por 10 millones de pesos por depositante y por entidad.²²

Durante el primer semestre de 1996, nueve de los 32 bancos que existían en el país dieron pérdidas. Al igual que 13 de las 26 corporaciones financieras y 18 de las 26 compañías de financiamiento comercial.²³ De estas últimas, algunas están siendo seguidas muy de cerca por la Superintendencia Bancaria y dos recurrieron al apoyo del Fogafin.

Los enunciados anteriores dejan ver que estudiar los efectos de las reformas financieras en Colombia y establecer sistemas de previsión y monitoreo del desempeño de los bancos comerciales para indagar los efectos de dichas reformas en el sistema bancario, es una tarea que

²⁰ Según los resultados del estudio de la Misión de Estudio del Mercado de Capitales Colombiano, las empresas colombianas se han caracterizado por una utilización del mercado de capitales bancario, ya que dichas empresas carecen de flexibilidad al escoger sus fuentes de financiación. En una muestra de 366 empresas el 98% no había utilizado nunca financiamiento mediante acciones preferenciales y el 97% no había utilizado nunca mecanismos de bonos convertibles en acciones. Para una ilustración más detallada de lo anterior, Véase Misión de Estudio del Mercado de Capitales, "Informe Final". Ministerio de Hacienda, Banco Mundial y Fedesarrollo. Bogotá, mayo de 1996.

²¹ Semana, "Vientos de crisis", septiembre 10 de 1996.

²² El índice de solvencia es la relación entre el patrimonio y los activos ponderados por el riesgo. Semana "vientos de crisis", septiembre 10 de 1996.

²³ Semana "Vientos de crisis", septiembre 10 de 1996.

demanda la investigación en dichos temas. Esta es la tarea que se han propuesto los autores de este documento, la cual será desarrollada desde las instalaciones de la Subdirección Técnica del FOGAFIN en Santa Fe de Bogotá y la Facultad de Ciencias de la Administración en la Universidad del Valle, en Santiago de Cali.²⁴

CONCLUSIONES

El efecto global del levantamiento de controles sobre las tasas de interés, tanto para depósitos, como para préstamos, generalmente, es de mayor oportunidad para ganar utilidades. Sin embargo, habrá un aumento concurrente en las tasas de interés y en el riesgo de la cartera. Estos efectos no serán iguales para los bancos de diferentes tamaños.

El efecto global de desregulación de los mercados financieros y/o reordenamiento, puede ser una disminución de la importancia relativa del sector bancario, conjuntamente con un aumento en los riesgos de cartera. En una economía de rápida expansión, el crecimiento en los activos a veces compensa esta disminución. Sin embargo, si la liberalización financiera no está acompañada de un crecimiento adecuado, suele presentarse una reducción, tanto de activos, como de pasivos.

Los efectos de la reforma económica, consisten en un incremento a corto plazo de los márgenes de intermediación, debido al mayor interés que cobran los bancos por sus préstamos de alto riesgo, acompañado por un incremento en su cartera de deudores morosos a largo plazo.

Los efectos del levantamiento de las barreras en entradas y salidas del mercado financiero, pueden ser bastante complejos. Por un lado, al levantar toda restricción, los ahorradores suelen perder alguna confianza en la liquidez de los bancos, lo cual desanima los depósitos, o por lo menos, los desplaza hacia los bancos más grandes y sólidos. Por tanto, uno de los efectos es la disminución de depósitos en los bancos pequeños. Por otro lado, el levantamiento de las barreras para salir podría incidir de manera

²⁴ *Ibíd.*

negativa en la cartera de deudores morosos ya que podrían abandonar sus obligaciones con mayor tranquilidad.

En cuanto a la adopción de normas financieras internacionales de capital, los efectos de estas medidas son difíciles de detectar a simple vista. Sin embargo, es posible que se observe un aumento en la cantidad de depósitos a término en obligaciones gubernamentales que mantienen los bancos en su cartera.

Ya se mencionó que es poco probable que todos estos efectos se sientan simultáneamente, sin embargo es muy usual que varios de ellos incidan al tiempo en el proceso de liberalización financiera. El efecto global de las medidas que acompañan la liberalización, es crear incentivos para que los bancos obtengan ganancias mientras puedan, a la vez que se incrementan las tasas de interés y el nivel de riesgo. Algunos de los efectos de la liberalización financiera son parecidos a los esbozados por Keeley (1990), Furlong (1988), Keeton (1984) y otros, después de la desregulación efectuada en los Estados Unidos. En ese caso, se ha afirmado que la desregulación contribuyó a reducir el valor contable de los bancos, especialmente, los que funcionaban en mercados locales protegidos, donde competían sin fijarse en costos. Esto, a su vez, contribuía a una pobre apreciación de los riesgos implícitos en la colocación de sus fondos.

BIBLIOGRAFÍA

- AGUIRRE, Ernesto C. (1991). *La génesis de la Banca Cental. Antecedentes, creación y evolución de los bancos centrales en el mundo occidental* Banco de la República. Bogotá.
- ALMAN, Edward. (1977) *Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations*, Journal of Banking and Finance. Vol 1. Pág 589-609. Junio.
- ALMAN, Edward. (1968). *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*. Journal of Finance. Vol 23. Pág 589-609.
- ALMAN, Edward, MARCO, Marco and VARETTO, Franco, (1994) *Corporate Distress Diagnostics: Comparison Using Linear Discriminant Analysis and Neural Networks (the Italian Experience)*. Journal of Banking and Finance. Vol 18. Pág 505-529.

- ARANGO B. Jaime, CHAVEZ A. Elmer Howard, ZAPATA D., Álvaro. (1986). Los fondos de inversión en el Sistema Financiero Colombiano. Universidad del Valle.
- ASOCIACIÓN BANCARIA DE COLOMBIA (1988). Manual de Tesorería Bancaria. 7a Edición.
- BANCO DE LA REPÚBLICA DE COLOMBIA. *Kemmerer y el Banco de la República. Diarios y Documentos*. Bogotá 1994.
- BEAVER, William (1966) *Financial Ratios as Predictors of Failure*. Journal of Accounting Research Supplemen. Pág. 71-111.
- BERGUER, Allen N. y UDELL Gregory F. (1994). *Did risk-based capital allocate bank credit and cause a "credit crunch" in the United States? (¿Fue el capital destinado a inversiones de alto riesgo el responsable de la contracción crediticia de los Estados Unidos?)* Journal of Money, Credit and Banking, 26: 585-633, agosto.
- BREEDEN, Richard C. y ISAAC, William M. (1992). *Thank Basle for credit crunch. (Agradecerle a Basilea por la contracción crediticia)*. Wall Street Journal, página A4, noviembre de 1992.
- CÁMARA DE COMERCIO DE BOGOTÁ (1991). El reto actual: *La Apertura Económica*. (1991).
- CARRASQUILLA, Alberto y ZÁRATE, Juan P. (1996). *Sistemas financieros en procesos de apertura*. Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia. Bogotá. Colombia.
- CARRIZOSA S. Mauricio (1986). *Hacia la recuperación del mercado de capitales en Colombia*. Editorial Presencia Ltda.
- CORBO, Vittorio, DE MELLO, Jaime, y TYBUT, James (1985). "¿Por qué fracasaron las recientes reformas en el Cono Sur. Santiago Roca, editor, *Estabilización y ajuste estructural en America Latina*, páginas 403-443. Escuela de Administración de Negocios (ESAN), Lima, Perú.
- DAVIDSON, Russell y MACKINNON James G. (1981). *Several tests for model specification in the presence of alternative hypothesis. (Diversos test para especificación de modelos en presencia de hipótesis alternas)*. Econométrica, 49: 781-793.
- DE LA ESPRIELLA, O. Alfonso (1979). *El secreto bancario: historia de la banca en Colombia*. Editorial Temis, Bogotá. Colombia.
- FISCHER P. Klaus, (1995). *Structural Reform, Bank Performance and Bankruptcy prediction in Latin America*. Laval University. Quebec. Canadá. Noviembre.
- FERNÁNDEZ, R. Javier (1994). *Sector Financiero: motor del desarrollo*. Anif. Colombia.

- FURLONG, Frederic T. (1988). *Changes in bank risk taken. (Cambios en la toma de riesgos por los bancos)* Economic Review, páginas 45-56, Primavera. Federal Reserve Board of San Francisco.
- FURLONG, Frederic T. y KEELEY Michael C. (1989). *Capital regulation and bank risk taking: A note. (La regulación de capitales y la toma de riesgos en los bancos: una nota.)* Journal of Banking and Finance 13: 883-891.
- GALVIS, Vicente (1985). "Liberalización del sector financiero bajo condiciones oligopólicas y la estructura de los "holding" bancarios". Santiago Roca, editor, *Estabilización y ajuste estructural en América Latina*, páginas 289-315. Escuela de Administración de Negocios (ESAM), Lima, Perú.
- GIBSON, Heather D. y TSAKALOTOS, Euclid. (1994). *The scope and limits of financial liberalization in developing countries: A critical survey. (El alcance y los límites de la liberalización financiera en los países en desarrollo: un repaso crítico.)* Journal of Development Studies, 30: 78-628, Abril.
- HAUBRICH, Joseph G. y WACHTEL, Paul (1993). *Capital requirements and shift in commercial bank portfolios (Los requerimientos de capital y los cambios en la cartera de los bancos comerciales)*. Economic Review, 29: 2-15. Federal Reserve Board of Cleveland.
- KEELEY Michael C. (1990). *Deposit insurance, risk and market power in banking. (El seguro de depósitos, el riesgo, y el poder del mercado en la banca)*. American Economic Review 80: 1183- 1200, 1990.
- KEETON, William R. (1984). *Deposit insurance and the deregulation of deposit rates. (El seguro de depósitos, y la desregulación de sus tasas de interés)*. Economic Review, páginas 28-47, abril. Federal Reserves Bank of Kansas City.
- KING, Kathleen K. (1992). *Deposit insurance as a put option: Alternative approaches to modeling regulatory forbearance. (El seguro de depósitos como una opción de venta a precio fijo: Alternativas para el diseño de modelos de intervención de las autoridades reguladoras)*. Junta de Directores del Sistema de Reserva Federal, septiembre de 1992.
- LEITE, Sergio Pereira y SUNDARAJAN V. (1990). *Issues in interest rate management and liberalization. (Asuntos en el manejo de las tasas de interés y su liberalización)*. IMF Staff Papers, 37: 735-752, diciembre, 1990.
- LITTLE, Ian M.D (1994). *Análisis macroeconómico y los países en vía de desarrollo: 1970-1990*. Centro Internacional para el Desarrollo Económico. Ensayo Ocasional N° 41. Chile.
- LORA Eduardo (1994). *Apertura y Modernización: las reformas de los noventa*. Tercer Mundo Editores. Fedesarrollo. Bogotá Colombia.
- MANCERA, Miguel Aguayo. (1995) *Ajuste de políticas frente a turbulencias financieras*. El Mercado de Valores, 10: 19-25, octubre.

- MÁRQUEZ, Gustavo. (1994) *Regulación del mercado de trabajo en América Latina*. Centro Internacional para el Desarrollo Económico. Ediciones IESA.
- MCKINNON, R.I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution.
- McLURE, Charles E. Jr. (1994), *Lecciones en materia de políticas tributarias para los países menos desarrollados y Europa Oriental*. Ensayo Ocasional. Centro Internacional para el Desarrollo Económico.
- MERTON, Robert C. (1977). *An analytic derivation of the cost of deposit insurance and loan guarantees: An application of modern option pricing theory*. (Una derivación analítica del costo del seguro de depósitos y de garantías crediticias: la aplicación de la teoría moderna de avalúo de opciones). *Journal of Banking and Finance*, 1: 13-11, junio.
- MERTON, Robert C. (1995). *A functional perspective of financial intermediation*. (Una perspectiva funcional de la intermediación financiera). *Financial Management*, 24: 23-41, verano.
- MERTON Robert C. y BODIE, Zvi. (1992). *On the management of financial guarantees*. (La gestión de las garantías financieras). *Financial Management*, 21: 87-109, invierno.
- MISIÓN DE ESTUDIO DEL MERCADO DE CAPITALES (1996). *Informe Final*. Ministerio de Hacienda, Banco Mundial y Fedesarrollo. Bogotá, mayo de 1996.
- PANTALONE, Coleen C. y PLATT B. Platt (1987) *Predicting commercial bank failure since deregulation*. (Prediciendo la quiebra de bancos comerciales después de la desregulación), *New England Economic Review*, páginas 37-47, julio/agosto.
- PUTNAM, Barron H. (1983). *Early warning systems and financial analysis in bank monitoring*. (Sistemas de preaviso y el análisis financiero in la monitoría bancaria), *Economic Review*, 68: 6-13, noviembre. Federal Reserve Board de Atlanta.
- ROE, Alan. (1991). "Financial systems and development in Africa (Los sistemas financieros y el desarrollo en el África)", P. Callier, editor, *Financial Systems and Development in África*. páginas 5-28. El Banco Mundial, Washington, D.C.
- REVISTA SEMANA, "Vientos de crisis", septiembre 10 de 1996.
- SERRANO, Javier. (1990). *Mercados monetarios y de capitales*. Universidad de los Andes. El sistema financiero colombiano, mercados financieros internacionales.
- SUNDARAJAN, V. (1996). *The role of prudential supervision and financial restructuring of banks during transitions to indirect instruments of monetary control* (El papel de la supervisión bancaria y de la reestructuración,

en períodos de transición, mediante instrumentos indirectos de control monetario), *Journal of International Finance*, próximo a salir.

THAKOR, Anjan (1993). *Deposit Insurance Policy (Políticas de asegurar depósitos)*, *Economic Review*, páginas 25-34, enero/febrero. Federal Reserve Board of St. Louis.

VITTAS, Dimoiti y CHO, Yoon Je. (1994). *The role of credit policies in Japan and Korea. (El papel de las estrategias crediticias en el Japón y en Corea)*, *Finance and Development*. XX: 10-12, Marzo.

WHITELAW, Robert F. (1994). *Time variation and covariations in the expectations and volatility of stock market returns (Variaciones en el tiempo y co-variaciones en las expectativas y la volatilidad del rendimiento del mercado bursátil)*, *Journal of Finance*, 49: 515-554, 1994.

WOJNIOLOWER, Albert (1992). "Credit Crunch (Contracción crediticia)", M. Milgate, P. Newman y J. Eatwell, editores, *New Palgrave Dictionary of Money and Finance (Nuevo diccionario Palgrave de la moneda y las finanzas)*, páginas 525-527. McMillan Press, Londres, 1992.