



**UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS**

**NELSON FREDDY HUERTAS VARGAS
ADMINISTRADOR DE EMPRESAS**

**FORMAS Y ALCANCES DE LA FINANCIARIZACIÓN EN EL SECTOR
FINANCIERO COLOMBIANO E INCIDENCIA SOBRE UNA MUESTRA DE
EMPRESAS NACIONALES EN EL PERIODO 1996 – 2006**

**DR. STANLEY SIMON MALINOWITZ
DIRECTOR**

Bogotá D.C., Colombia Julio de 2011

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN _____	3
I PARTE	
PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA_____	6
JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN_____	8
OBJETIVO GENERAL_____	9
OBJETIVOS ESPECÍFICOS_____	9
DESCRIPCIÓN DE LA METODOLOGÍA_____	10
II PARTE	
DESARROLLO DEL TRABAJO_____	13
III PARTE	
HALLAZGOS Y CONCLUSIONES_____	44
BIBLIOGRAFÍA _____	56

ÍNDICE GRÁFICAS

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES 1996 – 2006 _____	29
TASAS ACTIVAS E INFLACIÓN 1996 – 2006 _____	47
VARIACIÓN DE LAS INVERSIONES Y CARTERA 1996 – 2006 _____	48
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA 1996 – 2006 _____	50
VARIACIÓN DE LAS UTILIDADES DEL SECTOR FINANCIERO VS SECTOR REAL 1996 – 2006 _____	53
VARIACIÓN NIVEL DE ACTIVOS SECTOR REAL 1996 – 2006 _____	54

***Form and Extent of Financialization in the Colombian Financial Sector
and Influence on a Sample of Firms in the Period 1996 - 2006***

ABSTRACT

The Financialization is analyzed as part of a larger economic trends such as globalization and neoliberalism, and is associated with changes in the firms and the financial sector such as higher rates of growth investment portfolio, the increase in speculative investment, low profits, low accumulation of assets, and higher margins of intermediation. The review of these features within the financial sector allow us shown that for the period analyzed the conditions of the financial sector contributed and encouraged the development of some of them in Colombia. Although we found some influence in the industrial and commercial sectors in our country this is not enough to demonstrate its presence like current theories explains.

Key Words: *Financialization, speculation, interest rates, Public debt*

**Formas y Alcances de la Financiarización en el Sector Financiero
Colombiano e Incidencia Sobre una Muestra de Empresas Nacionales
para el Periodo 1996 - 2006**

RESUMEN

La Financiarización, en el marco teórico actual, es analizada como parte de corrientes económicas mayores como la globalización y el neoliberalismo, y se asocia, además, a las transformaciones no muy favorables presentadas en el sector productivo y financiero tales como tasas mayores de crecimiento de la banca basadas en inversión de portafolios y no en el fomento de la industria y el comercio, el aumento de las inversiones de tipo especulativo, bajos niveles de utilidad de las empresas, lento crecimiento de los activos y altos márgenes de

intermediación. La evaluación de estas características dentro del sector financiero nos permiten afirmar que para el periodo analizado las condiciones particulares del sector financiero contribuyeron y favorecieron el desarrollo de algunas de éstas en Colombia, y aunque encontramos cierta influencia dentro del sector real, no puede asociarse completamente a la presencia de este fenómeno en nuestro país tal como las teorías mas reconocidas lo plantean.

Palabras claves: Financiarización, especulación, tasas de interés, deuda pública.

INTRODUCCIÓN

La relación entre la apertura de la economía, la promulgación del libre comercio y el movimiento internacional de capitales es cada vez más estrecha. Ésta es casi siempre evidente, y su impacto puede encontrarse en diferentes sectores de la economía. Uno de los principales efectos que podemos mencionar es la dependencia y subordinación de los sistemas productivos frente a los intereses financieros. (Una de las reconocidas características de la Financiarización).

El propósito de la presente investigación es encontrar dentro del sector financiero Colombiano aquellas características que pueden identificarse como indicio o evidencia de la presencia del fenómeno llamado Financiarización y su posible incidencia dentro de un grupo seleccionado de las principales compañías del sector real colombiano por nivel de activos y utilidades.

De manera más específica, y a partir de la apertura de los 90's, podemos preguntarnos: ¿Qué características podemos identificar para nuestro estudio de las teorías presentadas por diferentes investigadores?

En los grandes centros capitalistas el poder de influencia de la financiarización se ejerce sobre las grandes empresas a través del mercado de capitales y de una fuerte relación entre las gerencias, los propietarios y los accionistas. ¿Sucede esto en Colombia?

La Financiarización, en el marco teórico actual, es analizada como parte de corrientes económicas mayores como la globalización y el neoliberalismo, y se asocia, además, a las transformaciones no muy favorables presentadas en el sector productivo y financiero tales como tasas mayores de crecimiento de la

banca basadas en inversión de portafolios y no en el fomento de la industria y el comercio, el aumento de las inversiones de tipo especulativo, bajos niveles de utilidad de las empresas, lento crecimiento de los activos y altos márgenes de intermediación.

Encontrar dentro del sector real y financiero colombiano para el periodo escogido algunas de estas características y señalar coincidencias con las diferentes hipótesis expuestas hasta ahora en países desarrollados de Europa y en los Estados Unidos, puede aportar elementos para la reflexión sobre los desafíos que podríamos enfrentar próximamente y la presencia de este fenómeno en la coyuntura actual.

Inicialmente presentamos el planteamiento, justificación y objetivos del trabajo así como la metodología utilizada para el desarrollo del mismo. En la segunda parte se presenta un recuento del entorno de los negocios en Colombia y como se han desenvuelto después de la segunda guerra mundial considerada como la “época de oro” de la economía, al término de la cual, se dio una presión por abrir los mercados y flexibilizar los controles sobre el movimiento de los capitales y las mercancías.

Igualmente presentamos como la competencia llevó a las empresas a reducir sus costos empleando figuras como la flexibilización laboral, en armonía con los cambios internacionales donde se paso a hablar del compromiso organizacional en el largo plazo y el compromiso financiero con el “capital paciente”, por la supervivencia del más fuerte, del mismo modo observamos como la relación del sector financiero con las empresas pasó de aliados estratégicos a “portafolio” impulsado por los cambios en la estructura de los negocios de los bancos y sus tesorerías y el desarrollo de los derivados y la deuda pública.

Finalmente, en la tercera parte, se presentan los hallazgos y las conclusiones frente a los propósitos de la investigación.

I. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

El negocio del sector financiero en Colombia, especialmente el de los bancos comerciales, presentó un rápido desarrollo en la segunda parte de la década de los 90, impulsado entre otras razones, por la llegada de importantes bancos internacionales, el diseño de nuevos productos, marcos regulatorios más flexibles y la aparición del mercado organizado de deuda pública.

La actividad de intermediación por naturaleza es riesgosa, lo que implica que sus costos varíen en similares o mayores proporciones a la magnitud del mismo. Esto ha hecho necesario el desarrollo de herramientas de cobertura y niveles de asesoría y servicio cada vez más especializado.

De esta manera, se han implementado modelos más agresivos en la segmentación de los clientes y en la apertura de portafolios de servicios apalancados, que han permitido el incremento en su número y en las posibilidades de acceso a mayor crédito, inversión y diversidad de productos.

En el mismo sentido, la estructura financiera de los bancos ha evolucionado de las tesorerías que administraban excesos de liquidez, a unidades de negocio con la única misión de elevar los niveles de rentabilidad minimizando el riesgo.

Las operaciones con derivados, la eliminación de la banda cambiaria y el ingreso de nuevos actores, adicionalmente a los programas de “Creadores de Mercado”, estimularon la participación del sector real en operaciones financieras que no sólo se utilizaban para contratos de cobertura, sino que además fueron vistas como una oportunidad adicional de generar ingresos frente a la tendencia prevista.

Lo atractivo de estos ingresos exigió a los bancos el incremento de los portafolios en moneda extranjera y la monetización para inversiones en títulos de deuda soberana, con el propósito de apalancar las operaciones y controlar la exposición al riesgo.

Los bancos, igualmente, afrontaron la desaceleración en el crecimiento de la cartera de fomento, cuya liquidez también se dirigió a los portafolios de inversión y de especulación, tanto en el mercado de pesos como en el de divisas.

Algunos de estos cambios ya habían sido experimentados en países con mercados de capitales desarrollados e identificado como un fenómeno particular denominado “Financiarización”; mientras tanto en Colombia este proceso se vivió, aparentemente, sin la plena identificación de su presencia, alcance y efecto, por lo que se hace necesario revisar algunas de las características de la Financiarización para ofrecer elementos de análisis sobre su presencia en Colombia.

¿Podemos determinar si la actividad de tesorería de las entidades bancarias en Colombia ha desviado su principal actividad de intermediación por la acumulación de capital en portafolios más de tipo especulativo que de fomento? ¿Existe para el periodo analizado presencia de la Financiarización como la que se propone dentro de los planteamientos y teorías conocidas por investigadores y autores internacionales en Colombia?

JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN

El papel de los bancos en la economía se identifica claramente como el de intermediario entre sectores deficitarios y superavitarios, llevando los dineros recibidos a través del ahorro al sector productivo en forma de créditos que impulsan el crecimiento y propenden por el desarrollo del país.

Para el periodo establecido (1996-2006), es interesante observar y relacionar algunos indicadores de la actividad financiera que muestran el crecimiento en los balances bancarios de las cuentas de inversiones en los que se puede encontrar un crecimiento sostenido de los ingresos provenientes de los negocios de tesorería a tasas por encima de las actividades directamente relacionadas con la intermediación financiera.

De igual forma, las grandes empresas han aumentado sus expectativas sobre sus negocios de tesorería, sin embargo, es necesario buscar dentro del periodo de estudio las evidencias que nos permitan corroborar su verdadero alcance.

La Financiarización, como fenómeno, es el predominio de la lógica financiera sobre las actividades productivas, enfocando esfuerzos y recursos importantes a la búsqueda de la rentabilidad por encima del comercio y la producción de bienes, de acuerdo con la idea general planteada por algunos autores que han investigado ampliamente sobre el tema en Estados Unidos y Europa principalmente.

En Colombia la promoción de esta lógica desde los bancos comerciales llevó en el periodo observado a evidenciar ciertos niveles de influencia sobre las relaciones y el enfoque del sector real hacia los negocios financieros, lo que a través de este trabajo se busca identificar, examinando las cifras, políticas y resultados comparándolo con lo observado y analizado en el contexto internacional.

A través del recuento de los antecedentes históricos internos y externos y la identificación de los más importantes desarrollos vividos en el sector financiero colombiano, no sólo a nivel tecnológico sino también técnico y legal, y soportado en la evolución de las cifras sobre cartera y deuda entre otros se espera evidenciar algunas características de este fenómeno con el propósito de facilitar su entendimiento e interpretación.

OBJETIVO GENERAL

Identificar las principales características que describen el fenómeno de la Financiarización dentro de las actividades desarrolladas por los bancos comerciales y su influencia en una muestra de empresas colombianas para determinar su presencia y alcance en el periodo de estudio.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Conocer las definiciones y conceptos de la Financiarización y buscar aproximaciones al grado, el alcance y las formas que ésta ha tenido en Colombia a través de la banca comercial.
- Formular recomendaciones alrededor de los análisis presentados y las experiencias internacionales, que permitan analizar el impacto de la Financiarización.

DESCRIPCIÓN DE LA METODOLOGÍA

Para el propósito del presente trabajo, que es evidenciar la Financiarización dentro del sistema financiero colombiano y su influencia sobre el sector productivo, se ha extraído del universo de los bancos comerciales vigentes para la época de estudio aquellos que dada su estructura y orientación hacia los negocios se pueden clasificar como útiles y relevantes.

Esta calificación, muy complicada de establecer, partió de un proceso de selección de los principales bancos comerciales teniendo en cuenta su nivel de activos y rentabilidad, así como su participación dentro del mercado, donde se consideró también la estructura de una tesorería diversificada y especializada. Igualmente se acudió a la experiencia personal y profesional que como *Trader Senior* y Director de Tesorería de bancos oficiales y privados durante doce años me permitió ser testigo de estos procesos y conocer e interactuar con sus protagonistas, quienes desde su visión y opinión académica enriquecieron el contenido de este difícil trabajo de conciliar la realidad económica y la teoría.

Así mismo, se seleccionó un grupo de las principales empresas de Colombia teniendo en cuenta también su nivel de activos y utilidades, además de algunas características particulares como trayectoria y el sector económico al que pertenece.

Finalizada la selección de estos grupos se revisaron los Estados Financieros del periodo escogido para el estudio, observando el comportamiento y la tendencia de sus cifras evidenciando los hallazgos relacionados con la Financiarización (variación del nivel de activos y utilidades, desempeño de la cartera y las inversiones, niveles de deuda pública) de acuerdo con los estudios y autores tomados como referencia.

Para este trabajo entonces se han tomado los estados financieros de las que se consideraban las principales compañías colombianas pertenecientes a distintos sectores según la clasificación CIIU (Combustibles, bebidas, comercio, industria, transporte, comunicaciones y alimentos) para el periodo 1996 – 2006 de acuerdo con criterios que, aparte de los mencionados, incluyen trayectoria, disponibilidad de la información, reconocimiento, sector que representa, y la vigencia actual. Estas empresas son: Mobil, Bavaria, Éxito, Colmotores, Postobón, Avianca, Olímpica, Cafam, Nacional de Chocolates, Sofasa, Compañía Colombiana Automotriz, Carulla, Colgate Palmolive, Comcel, y Colanta.

De igual manera se seleccionaron los estados financieros de ocho bancos comerciales bajo criterios similares adaptados a la naturaleza del sector, y cuya dinámica en el periodo señalado estuvo marcada por hitos como el desarrollo de la deuda pública en Colombia, la unificación de las Bolsas de Valores, la crisis hipotecaria y la recesión de finales de los 90s además de las fusiones, liquidaciones e intervenciones, entre otros. Estos bancos son: Bogotá, Bancolombia, Bancafe, Santander, BBVA, Colpatria, Occidente y Davivienda.

El proceso de selección y depuración de la información inició con las publicaciones periódicas anuales realizadas por los diarios económicos y especialmente por la revista Semana en las ediciones especiales sobre las 100 Empresas más grandes de Colombia, que incluye diversos sectores de la economía nacional. Los datos allí presentados fueron corroborados en sus principales cuentas en detalle, y con selección aleatoria de otras, con la información disponible para el periodo señalado a través del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV), y del Sistema de Información SIREM de las Superintendencias Financiera y de Sociedades respectivamente y con las fuentes relacionadas por las mismas publicaciones que coinciden con las tomadas en este trabajo.

Desde allí se analizaron las tendencias y variaciones apoyadas en otras cifras obtenidas directamente en las entidades seleccionadas así como en el DANE y el Banco de La República.

En los balances de las empresas tomadas como muestra se buscó en las cuentas del activo corriente los movimientos de inversiones y caja que nos permitieran identificar su comportamiento para luego determinar la clase de los mismos su naturaleza y evolución para el periodo establecido, luego del cual, se realizó un análisis previo a las entrevistas con los funcionarios de las mismas con el propósito de encontrar elementos que nos permitieran determinar o relacionar con la presencia de algunas de las características de la financiarización.

Las entrevistas con jefes de tesorería y jefes de mesas de dinero, además de ejecutivos del sector real, fueron fuentes adicionales de información y comprobación, se solicitaron 15 entrevistas con Vicepresidentes o Directores financieros o administrativos de las empresas seleccionadas y 5 con entidades financieras, de las cuales sólo 2 fueron posibles con las primeras mientras que con las entidades financieras se lograron todas por los contactos preexistentes, a ellos les agradezco de antemano toda su amabilidad reconociendo las limitaciones que por motivos de seguridad y confidencialidad, debieron mantener.

En este espacio y en las reuniones concertadas se explicó la motivación del presente trabajo, se indagó sobre el conocimiento de la Financiarización luego de la cual a la totalidad de los entrevistados se les expuso en forma general la definición propuesta por diferentes autores.

Ninguno de los entrevistados tenía conocimiento previo del tema de este trabajo aunque de manera intuitiva reconocieron algunos hechos que a priori y de manera libre, podrían asociarse a la Financiarización y que más adelante se mencionan.

En esta investigación se trabajó en la descripción y en la búsqueda de los hechos económicos y legales que se presentaron en Colombia para la época, las características del mercado, la transformación de los bancos y de los clientes corporativos del sector real así como en el examen la evolución de las cifras en sus estados financieros, esperando identificar aquellos factores que nos sirvieran de apoyo para el logro de nuestros objetivos.

II. DESARROLLO DEL TRABAJO

A nivel global, la economía ha sufrido significativas transformaciones en las últimas décadas. La aparición del bloque monetario europeo, la caída de los países del oriente de Europa, el fortalecimiento de modelos basados en la oferta y la demanda, la prevalencia de las leyes del mercado, además de las repetidas crisis del sector financiero entre otros, son una muestra permanente de ello.

Para autores como Epstein (2005) las razones de esta alterada realidad son claras: el papel del gobierno ha disminuido mientras que el de los mercados se ha incrementado, agregando, que estos cambios se han caracterizado por el aumento del neoliberalismo, la globalización y la Financiarización. Mientras para las dos primeras existe amplio análisis y debate, para esta última aún no se encuentra entre la mayoría de los analistas una clara identificación como fenómeno independiente, por el contrario se asocia más como una característica de las corrientes mayores ya mencionadas.

Sin embargo, existe un relativo consenso alrededor de su definición: para Epstein (2005) es el papel cada vez más preponderante que juegan los mercados, actores, móviles e instituciones financieras en la operación de las economías doméstica e

internacional, para Krippner (2005) es un patrón de acumulación en el cual la realización de ganancias ocurre cada vez más a través de canales financieros en vez del comercio y la producción de mercancías mientras Stockhammer (2000) lo presenta como el aumento de la actividad de las empresas no financieras en los mercados financieros; Blackburn (2006) por su parte señala que la financiarización es el poder creciente y sistémico de las finanzas y de la ingeniería financiera

De acuerdo con lo anterior se puede identificar la financiarización en términos generales como la capacidad de influencia de la lógica del poder financiero sobre la gerencia de las empresas y la economía, ocasionando con ello el abandono de las políticas de desarrollo a cambio de un patrón de acumulación de ganancias a través de la búsqueda de rentas y la especulación a través de instrumentos financieros.

Como señala Malinowitz (2008) en general los análisis comparten la idea del aumento en el poder y la lógica de las finanzas con respecto a la producción, la que se manifiesta según el autor en las actividades bursátiles a través de las cuales se influye sobre la dirección de las compañías con el movimiento de los precios de las acciones o los estilos gerenciales orientados a la acumulación de utilidad no necesariamente vinculada al objeto social de las empresas.

Pierre Salama (2006) agrega un elemento adicional a las diferentes definiciones presentadas anteriormente, al señalar que dentro del proceso normal de la actividad productiva existe una necesidad de financiación mas compleja en razón a la misma naturaleza y riesgo de la actividad empresarial: hay un vuelco hacia la “financiarización” cuando el desarrollo de estas actividades obedece más al atractivo de los nuevos productos financieros por si mismos que por el de disminuir los riesgos implícitos en el financiamiento de lo productivo.

De esta manera nos presenta que el uso de instrumentos de mayor complejidad o de “ingeniería” financiera que se ofrecen en los mercados financieros para realizar cobertura a las exposiciones frente a las volatilidades de las tasas de interés, la tasa de cambio o la liquidez de corto plazo se han convertido también en fuentes de generación de ingreso, y su uso sigue siendo interpretado en términos de utilidad o pérdida y no en mitigación de riesgo o estabilidad en los flujos de caja, entre éstos podemos identificar las opciones, los forward sobre tasa de cambio o títulos, los fondeos, los *swaps*, los FRA o las posiciones cortas o largas sobre activos financieros, *commodities* o indicadores económicos; estos instrumentos, aún en desarrollo en Colombia, representan sin embargo un significativo aporte sobre las utilidades de las entidades financieras.

Salama (2006) agrega entonces que la “financiarización” es el umbral a partir del cual el elemento financiero, más rentable que el productivo, se desarrolla a expensas de este último.

De acuerdo con las definiciones anteriores encontramos que es claro el papel que se le da a las finanzas como factor determinante en la visión contemporánea de los negocios y su participación e influencia en fenómenos más reconocidos y difundidos (globalización, neoliberalismo), cuyas características nos sirven de apoyo para explicar la financiarización.

En Colombia estos conceptos han sido en general aceptados sobre la idea principal del rol que desempeñan las finanzas sobre la economía y como parte de los procesos neoliberales que han permitido la acumulación del poder económico, lo que se conoce como financiarización de las economías, (Giraldo 2009), dentro de una serie de políticas sobre la base de un discurso ideológico, en este caso el triunfo histórico del mercado sobre el Estado, o del liberalismo sobre el estatismo.

El presente trabajo busca identificar las características de la financiarización luego de la apertura e internacionalización de la economía iniciada en 1990 y bajo el nuevo marco regulador del sector financiero, el cual, para esa época, se transformó mucho más rápidamente de la mano del desarrollo tecnológico, nuevos participantes internacionales y del proceso de globalización.

El papel del sector financiero dentro de la economía se identifica claramente como el de intermediarios entre sectores deficitarios y superavitarios, llevando el dinero captado a través del ahorro público y privado, en forma de créditos al sector productivo. Esta función busca impulsar la inversión, el crecimiento y el desarrollo económico y social.

La empresa por su parte, analizada también desde el punto de vista económico, debe responder las cuestiones alrededor de los bienes y servicios a producir, cuáles necesidades atender, cómo utilizar de manera más eficiente sus recursos y para quién producir. Para ello cuenta con los factores de producción: tierra, trabajo y capital, siendo este último, el que en un contexto de libre mercado y globalización, tiende a imponer los criterios de la acumulación, rentabilidad y rentismo sobre la producción, una de las características de la Financiarización.

En esencia el papel de cada uno de estos sectores se encuentra claramente definido, las entidades financieras ofrecen los recursos y proveen el acceso de las empresas al capital a un costo acorde y proporcional al riesgo, y éstas se dedican entonces a la producción de los bienes y servicios.

En Colombia los negocios del sector financiero, especialmente el de los bancos comerciales, han presentado un gran desarrollo en las últimas dos décadas, impulsado, entre otras razones, por marcos legales más flexibles, mayor desarrollo tecnológico, reacomodamiento de las entidades, además de la llegada de

destacados bancos internacionales, sin dejar de mencionar la concentración de importantes entidades en el grupo Aval y en el Grupo Bolívar.

El sector productivo colombiano por su parte se ha caracterizado también por el manejo a través de los grandes grupos económicos, que mantienen influencia no sólo en los diversos sectores productivos (comercio, industria, servicios) sino también sobre la administración y la política.

Sin embargo, el ritmo de desarrollo de éstos no es el mismo, la estructura del capital financiero utiliza gran variedad de herramientas y productos que lo hacen más dinámico y que no sólo incluyen los préstamos, sino también las acciones, los títulos valores, la fiducia, el dinero plástico y los derivados para influir en todo el conjunto de la economía.

Las empresas por su parte requieren en muchas ocasiones de un ambiente un poco más complejo, que va más allá del nivel de las tasas de interés y la financiación, pues depende del comportamiento del sector específico donde se desempeña, de la competencia, de su participación y apertura en nuevos mercados, del crecimiento de la demanda, además de su capacidad de investigación y tecnificación.

En Colombia, encontramos el neoliberalismo como el modelo económico vigente en las últimas décadas, especialmente desde los inicios de los 90's cuando se impuso la apertura de los mercados en el recién elegido gobierno de César Gaviria Trujillo (1990 – 1994). Gaviria centró su propuesta en la necesidad de una economía abierta a los mercados, que pudiera crecer motivada por la modernización de su aparato productivo y por la competencia de bienes importados de mayor calidad y bajo precio. La innovación y el crecimiento del

mercado permitirían entonces estabilizar el desarrollo y beneficiar a los consumidores.

El principio del “libre mercado” que se presentaba como la alternativa a los demás modelos vigentes para la época, y que se encontraban en franco proceso de deterioro, especialmente en los países del oriente europeo, avalaban cualquier esfuerzo por estimular y permitir la iniciativa privada como vía para la eficiencia productiva y el crecimiento.

La competencia se presentaba entonces como un esfuerzo orientado a la calidad a través del desarrollo tecnológico, la investigación y la innovación, basados en supuestos de una estructura productiva con bienes de capital adecuados y acceso al capital financiero con tasas de interés apropiadas y comprometidas con el logro de objetivos de largo plazo.

Sin embargo los resultados obtenidos se alejaron por mucho de todos estos propósitos y sólo un exclusivo grupo de empresas o conglomerados lograron obtener las rentas y expandir sus mercados a costa en muchos casos de la desigualdad en el ingreso, la precarización de las condiciones laborales, la pérdida del sector agroindustrial y un alto nivel de endeudamiento.

De acuerdo con Giraldo (2008), cuando un país hace un ajuste fiscal la banca señala que se está tomando el camino correcto para la solución de la crisis económica. Sin embargo, dicha banca, no mencionó el tema del déficit fiscal, cuando en las décadas del setenta y comienzos de los ochentas y la primera mitad de los noventas avaló el aumento del gasto público otorgando créditos externos e internos a manos llenas, para colocar sus recursos y así obtener grandes beneficios financieros.

Los cambios en la esencia del modelo económico ocasionaron transformaciones también en la esencia de la actividad empresarial, vemos entonces como la eficiencia se orienta a la optimización financiera y al dictado del mercado y la competencia. La asunción del ideario de Adam Smith y su nueva interpretación aporta a la comprensión del sistema económico moderno en los siguientes términos:

- a) El reconocimiento de una naturaleza humana esencialmente egoísta e individualista; es decir, determinada por la búsqueda del interés propio.
- b) La reivindicación de la libertad individual.
- c) La tendencia a cooperar voluntariamente a través del intercambio con el fin de encontrar en otros la satisfacción de intereses egoístas e individuales propios.
- d) La idea de que el intercambio, por acción de la “mano invisible” produce efectos autorreguladores que permiten no sólo el logro de los objetivos propios, sino que se traducen en bienestar para la sociedad.
- e) La tesis de que para realizar este intercambio no es necesaria, en consecuencia, la acción de agentes externos, coercitivos o violadores de la libertad individual.

Ello conduce a que la comprensión de la obra de Smith se reduzca a su defensa del libre mercado como escenario para el desarrollo de las iniciativas individuales, y a que el estado se identifique exclusivamente como árbitro de la actividad económica” (Estrada, 2004).

Este enfoque parcial de la filosofía neoliberal relega entonces el papel del gobierno a proveer seguridad a sus ciudadanos, a la administración de justicia y la ejecución de obras públicas que no son rentables para los particulares en su ejecución, aunque la administración o posterior privatización, suele ser atractiva. A la luz de la economía política el papel del estado en este momento se limita a la toma de decisiones en medio de un conflicto de intereses de diferentes grupos de presión, creados por iniciativa particular, y que responden al deseo de mantener o mejorar el acceso a los círculos de poder, desde los cuales, se accede a privilegios y beneficios a través de la legislación.

Se centra todo aquí en torno al mercado como el elemento principal y determinante de las relaciones entre las empresas o los países y en donde el gobierno asume un rol pasivo por la misma calificación que el mercado le asigna como ineficiente, o incluso como artífice de los desbalances y privilegios para algunos sectores en particular al querer regular o participar en él.

Estos elementos nos sirven para vincular el ambiente sobre el que se desarrolla el neoliberalismo con las características de la financiarización y el afán de influencia en el manejo empresarial y financiero con olvido a todo principio de equidad a los que Rawls (1971) se refiere cuando menciona en su obra que todos los valores sociales – libertad y oportunidad, ingreso y riqueza, así como las bases del respeto a sí mismo – habrán de ser distribuidos igualitariamente a menos que una distribución desigual de alguno o de todos de estos valores redunde en una ventaja para todos

En una serie de análisis realizados en los Estados Unidos y Europa se encuentra que las empresas en la era neoliberal han cambiado sus prioridades, por lo que han debido asumir nuevas estrategias en la alta dirección en razón a los nuevos

desafíos que representa la fuerte competencia y las exigencias por mayores utilidades y generación de valor.

En este sentido las grandes empresas colombianas debieron adaptarse: Recién iniciado el gobierno de César Gaviria Trujillo, se emprende el revolcón de las instituciones colombianas, especialmente las económicas, con el fin de adecuar al país a la apertura y la internacionalización de la economía. Ello trajo reformas de diversa índole. (Acosta, 2003)

La visión empresarial de comienzos de los 90's en Colombia se transformó dentro de un modelo establecido desde finales de la segunda guerra mundial cuando el control económico estuvo bajo la guía del bloque de países vencedores liderados por Estados Unidos y las normas promulgadas por las instituciones allí surgidas.

Por tanto, entender el orden político, social, económico y comercial a nivel mundial requiere el conocimiento y el análisis del papel que desempeñaron estas instituciones internacionales creadas durante la segunda mitad del siglo XX. Bretton Woods fijó las bases de un orden monetario y comercial a través del FMI, el Banco Mundial y el GATT, este último continuado en su esencia en la Organización Mundial del Comercio (OMC) cuyo lejano antecesor, la Organización Internacional del Comercio (OIC), no alcanzó a tener el impulso necesario para surgir por si misma ante la negativa de los Estados Unidos en 1950 de ratificar los acuerdos alcanzados en La Habana en Marzo de 1948.

La OMC buscó fijar y consolidar un grupo de normas y acuerdos entre los distintos países miembros a nivel comercial, con el ánimo de ofrecer a todos los que en éstas participan un equilibrio entre sus derechos y obligaciones y un libre acceso en igualdad de condiciones a los diferentes mercados.

Sin embargo, el papel desempeñado por la OMC al igual que el del FMI y el Banco Mundial, que se encargarían de lograr y sostener el desarrollo económico global, se vieron cuestionados por la asimetría que se pudo percibir en la repartición de estos derechos y obligaciones.

A pesar de esto la primera parte de este periodo fue conocido también como la “Época de Oro” por los buenos, aunque inequitativos e insostenibles resultados observados, y que terminó por tales razones a inicios de los 70’s cuando se rompió el patrón oro y la inestabilidad se apoderó de los mercados en medio del alza del precio del petróleo y de un alto nivel de endeudamiento de los países en desarrollo.

Esta “Época de Oro” curiosamente se caracterizó, por un intervencionismo permanente y un sistema financiero regulado (en Colombia a través de la ley 444 de 1967, en el gobierno de Carlos Lleras Restrepo, donde se suprimió el mercado libre de divisas) que buscaba el mutuo beneficio entre los mercados financieros, los bancos y las empresas.

Para Colombia ésta época no fue ajena, aunque sus beneficios en opinión de algunos analistas no presentaron mayor impacto positivo: este Estado desarrollista, de modernización sin modernidad, dominó la escena colombiana hasta mediados de la década de 1970. Su carácter desarrollista era intervencionista más que estatista y aunque preconizaba a favor de un fuerte sector público, el orden económico seguía basado en el poder hegemónico de los grupos industriales, terratenientes y bancario. (Caicedo, 2007)

Producto de la crisis mencionada muchas empresas sufrieron pronunciadas caídas en sus utilidades y alrededor del mundo la tasa de crecimiento global se frenó progresivamente en las décadas siguientes pasando por ejemplo en

Latinoamérica de 4.1% en los 70's al 2.3% en los 90's según cifras de naciones unidas. (Crotty, 2002). Esta situación propició una gran presión sobre los gobiernos de occidente impulsado por los intereses financieros y la posibilidad de acceso a nuevos mercados, que obligó a la liberalización y flexibilización de las normas y mecanismos de control estatales, especialmente aquellos relacionados con el libre movimiento de capitales.

De esta manera las reglas del mercado desplazaron abiertamente el control del gobierno y se dio oportunidad al capital y a las mercancías de moverse libremente, privilegiando a los países que estuviesen abiertos a estos movimientos y marginando las economías que se antojaran proteccionistas o ineficientes. La interacción libre de las economías teóricamente conseguiría el equilibrio con los beneficios del uso pleno de los factores de producción, el crecimiento sostenido en el largo plazo y una demanda incrementada por la ampliación de mercados globales y el consumo interno.

La integración de los mercados (globalización) permitiría a los países acceso a productos de mayor calidad y a un menor costo y a los capitales a nuevos y diversos proyectos de inversión en los cuales podrían colocar los excedentes del ahorro mundial con mayores expectativas de rentabilidad. El movimiento de capitales y la mayor competencia obligaría entonces a los grupos empresariales (monopólicos u oligopólicos) locales a ser más eficientes y otorgaría mayores oportunidades de surgimiento a las demás empresas.

Para Colombia luego del gobierno de Carlos Lleras Restrepo (1966 –1970), que coincidió con la terminación de la “Época de Oro”, y en el cual se adoptaron medidas económicas restrictivas, se dieron los primeros cambios en el papel del Estado y la estructura financiera del país.

En este último se dio la creación de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, cuyo propósito era el de estimular la construcción mediante el sistema UPAC, que garantizaba a través de la indexación a la inflación, una protección frente a la pérdida de poder adquisitivo. Sin embargo, este sistema no fue sostenible y colapsó en la crisis de finales de los 90's donde desaparecieron la mayoría de las CAV's o se transformaron en bancos comerciales y de donde surgió la UVR como la nueva referencia del mercado hipotecario.

En cuanto al rol del Estado los gobiernos se caracterizaron por un incremento de las políticas regionales, Misael Pastrana se concentró en una política urbana, Alfonso López por la recuperación del campo y la liberalización de las importaciones, mientras que Turbay Ayala fue el punto más alto de la política regional con la puesta en marcha del Plan de Integración Nacional (PIN) que buscaba desarrollar la infraestructura y ampliar el mercado.

Todos ellos y a su manera mantuvieron esquemas favorables al capital, eliminando trabas o cargas al sector financiero y las divisas, en un periodo que contó con bonanzas legales e ilegales, que incluso, entraron en circulación con el apoyo del Banco de la República a través de la “ventanilla siniestra” creada bajo el gobierno López y cerrada en el primer semestre de 1991 siendo presidente César Gaviria.

En los 80's se presentaron las primeras crisis financieras que tuvieron que ser controladas por el gobierno mediante la nacionalización de entidades bancarias entre las cuales se destaca el Banco de Colombia, parte del grupo Grancolombiano, en uno de los escándalos más grandes de la época.

Producto de esta crisis se creó el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras Fogafin, mediante la ley 117 de 1985, con el propósito de controlar no solo los

problemas de liquidez sino también los problemas de solvencia. En sus primeros años (1986 – 1987) esta entidad intervino y oficializó además del Banco de Colombia ya mencionado, el Banco Tequendama, el de los Trabajadores y el banco del Comercio.

La década del 90 fue especialmente activa en el diseño y formación de un marco regulatorio para el sector financiero, a las leyes 49 y 35 de 1990 y 1993 respectivamente, se sumó en la nueva Constitución del 91 la eliminación de la Junta Monetaria del Banco de la República por la presente Junta Directiva, encomendándole las funciones, como máxima autoridad monetaria, del diseño e implementación de normas para controlar y mantener la inflación baja y estable en el largo plazo permitiendo el crecimiento sostenible de la economía.

A la par se eliminó la posibilidad de realizar crédito de fomento a través de emisión, dejando esta tarea en la actividad de crédito de la banca tradicional presionando la competencia por recursos y por tanto elevando la tasa de interés, de la misma manera redujo las inversiones obligatorias dándole más liquidez a la actividad financiera y reduciendo sus costos de intermediación.

Un hito en este periodo se dio con la promulgación de la ley 100 de 1993 mediante la cual se pudo evidenciar la aplicación plena de las políticas orientadas al mercado, cualidad sin discusión de la financiarización: La reforma laboral y de seguridad social (flexibilización laboral) y la creación de los Fondos Privados de Pensiones (mercantilización de los ahorros) que se convirtieron, al igual que en muchos países, en los principales inversionistas institucionales.

En Colombia este proceso de liberalización abrió las puertas a un mayor movimiento de los capitales y a partir de la ley 49^o de 1990 se terminó el control de cambios y el monopolio de las divisas, hasta ese momento en manos del Estado,

que permitió entonces la entrada progresiva de divisas al país y con el que se inició el proceso de libre flotación de la moneda con control de volatilidad, vigente en la actualidad, que obligó al abandono de la banda cambiaria a finales de los 90's frente al alto costo de enfrentar la especulación de los capitales externos y que fue el abrebocas de la crisis financiera hipotecaria que originó al colapso del sistema financiero nacional, además del proceso de revaluación que llevó al peso (COP) a ser una de las monedas mas apreciadas en el mundo durante la primera mitad de la década del 2000.

Dicha ley otorgó la posibilidad también de repatriar aquellos capitales que no hubiesen sido declarados así como todos los bienes que se poseyeran en el exterior acogiendo a un "saneamiento fiscal" que eximía de toda responsabilidad por omisiones o sanciones a que se tuviera lugar para esa fecha o las que pudieran surgir a futuro. Igualmente esta norma autorizó la creación de deuda pública interna en dólares y fortaleció y estimuló el mercado de capitales liberando las utilidades en la enajenación de acciones del impuesto a la renta o la ganancia ocasional.

Del mismo modo se designaron como no contribuyentes los fondos de valores y los fondos de inversión, quienes dentro de la economía actúan como vehículos para el movimiento de capitales, uno de los elementos claves del neoliberalismo y estímulo para la financiarización.

En 1993 con la ley 35 se dieron además nuevos lineamientos sobre la operación y las actividades financieras en el país, que buscaban fortalecer aún más su capacidad de operación, estimulando la competencia, buscando una tasa mayor de ahorro y promoviendo el aumento de la participación privada en el destino de las inversiones.

Igualmente se abrió espacio para la creación y participación de entidades financieras provenientes del sector solidario entre las cuales surgieron Coopdesarrollo, Uconal y Bancoop que luego desaparecieron tras la crisis financiera de final de los 90's para mas adelante convertirse en Megabanco, entidad que fue finalmente vendida al Banco de Bogotá, propiedad del principal conglomerado bancario en Colombia: el Grupo Aval. En el mismo sentido esta norma restringía en su artículo 9º las facultades de intervención del gobierno sobre las entidades financieras.¹

Este inicio de desregulación del sector financiero se apoyó en la coyuntura de la internacionalización y apertura para ejercer su poder de influencia en beneficio de sus propios intereses, explicado años después en términos de Giraldo (2009): los representantes del capital financiero han promovido reformas que buscan adecuar la regulación económica y social de tal forma que sus intereses sean beneficiados.

Las empresas Colombianas entonces, debieron asumir su rol dentro de este contexto de apertura comercial y financiera buscando adaptarse a las nuevas reglas que exigían no sólo un rápido proceso de cambio interno sino un acomodamiento ante la presión de una mayor competencia, un mayor flujo de capital y nuevos marcos comerciales con tratados especiales entre diferentes países y bloques. Adicionalmente, el Estado Colombiano se apresuró a flexibilizar además del sistema tributario y financiero, el régimen laboral, este último, uno de los más criticados por sus serias consecuencias sobre los trabajadores y el empleo tales como:

¹ “El gobierno nacional no podrá modificar las normas relativas a la estructura del sistema financiero, la constitución, objeto principal, forma societaria, y causales y condiciones de disolución, toma de posesión y liquidación de las entidades autorizadas para desarrollar las actividades financiera, inclusive la desarrollada por entidades financieras cooperativas, aseguradora, bursátil y de las demás entidades cuya actividad se relacione con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público.”

- a) Disminución substancial del número de trabajadores no calificados en el mercado laboral industrial, y aumento de la brecha entre el salario de trabajadores calificados y no calificados....”
- b) Disminución de los índices de sindicalización.
- c) Disminución del empleo productivo y aumento del empleo administrativo.
- d) Difusión de las prácticas del “empleo temporal” y la “subcontratación”
- e) Adopción de una economía micro-empresarial y/o informal. (Ayala, 2003)

Se esperaba sin embargo que este nuevo paradigma representara muchos beneficios para la economía, especialmente por las expectativas que desde el gobierno se ofrecían con la posibilidad del aumento de las exportaciones y el acceso a los mercados transnacionales y sobre todo con la posible suscripción de futuros acuerdos comerciales dadas las buenas relaciones con la principal economía mundial y promotora de todos los procesos de apertura comercial y financiera a nivel global: Estados Unidos.

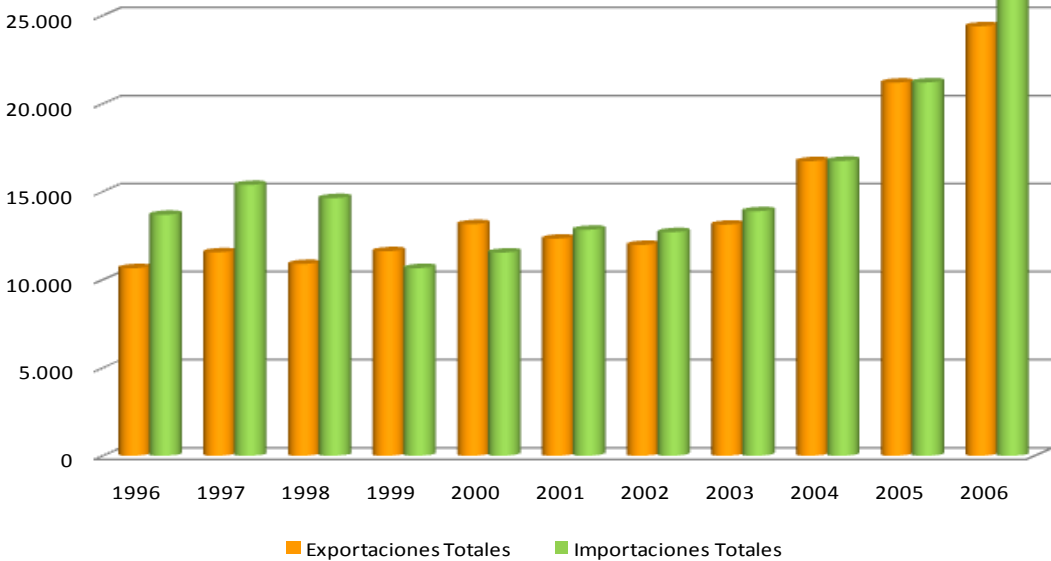
Esta apuesta sin embargo no contó con la disminuida tasa de crecimiento económico ya mencionada a nivel global y los crecientes conflictos que las empresas atravesaban por la agresiva competencia en los principales mercados y el cambio de enfoque de los encargados de proveer las fuentes de financiación, que ya asumían una actitud mucho mas marcada hacia la obtención de utilidades en el corto plazo que al vínculo productivo que implica un compromiso de largo aliento.

Crotty (2002) califica esta relación entre el sector financiero y las empresas como la “Paradoja Neoliberal” en la cual la intensa competencia en los mercados hace

imposible que la mayoría de las empresas consigan altos niveles de utilidad de forma sostenible durante mucho tiempo, pero para los mercados financieros esto se convierte en una obligación.

Para Colombia el panorama luego del inicio del proceso de internacionalización de la primera mitad de los 90's no fue alentador y no alcanzó los resultados esperados, por el contrario, se observó un saldo negativo en sus principales cifras. La balanza de pagos, según las cifras reportadas por el Banco de la República de acuerdo a los lineamientos de la cuarta y quinta edición del Fondo Monetario Internacional, pasó de un superávit de US\$543,5 millones en 1990 a un déficit de -US\$4.642 millones en 1996. Por su parte las exportaciones pasaron de US\$6.720 millones en 1990 a US\$10.653 millones en 1996 un crecimiento de 1.6 veces mientras que las importaciones se duplicaron en el mismo periodo pasando de US\$5.539 a US\$13.683 millones (2.6 veces más).

**Exportaciones e Importaciones
1996 - 2006**



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de la República

En este contexto se pueden observar desalentadores resultados de la internacionalización de la economía y del desempeño del sector real, provisto además de pocas herramientas y marcos legales que le protegieran o hicieran gradual su inmersión en las nuevas condiciones enfrentadas, mientras que se amplió y fortaleció el campo de acción del sector financiero.

Este impacto sobre las empresas y el aparato productivo nacional e internacional obligó a un realineamiento de la economía a su nueva realidad: el neoliberalismo y la globalización impulsados por el interés financiero. El limitado crecimiento de la demanda a nivel mundial estimuló la creatividad de varias de las principales empresas para generar nuevas fuentes de ingresos, incluso, asumiendo el peso de un exceso de capacidad instalada y considerables niveles de endeudamiento, no sólo a nivel privado sino público, que llevarían también al reordenamiento de las prioridades de la alta administración (propietarios, accionistas mayoritarios, gerentes).

En el modelo organizacional de las empresas durante la “época de oro” de la economía mundial se acuñó el término de “coo-petencia” como la manera en la cual el desarrollo del mercado se lograba a través del crecimiento de la demanda, manejando para ello niveles adecuados de capacidad instalada y financiamiento sostenible a partir de las utilidades generadas, lo que junto a relaciones laborales estables permitían una mayor productividad y un incremento real de los niveles salariales. Estos factores más un estado regulador, con claras reglas tributarias y sindicatos sólidos facilitaba además la planeación en el largo plazo.

Con el auge del neoliberalismo, la globalización y la financiarización además de la creencia absoluta en la “mano invisible” del mercado y la plena libertad de intercambio sin la presencia de agentes externos (gobierno) que tuvieran efecto sobre la regulación que dan las fuerzas de oferta y demanda, la coo-petencia fue

reemplazada por la depredación de la demanda con menores precios, un exceso de oferta (necesariamente con ampliación de la capacidad instalada proclive a una obsolescencia prematura) y esquemas de financiación que redujeron y ocasionaron una mayor volatilidad en los niveles de ingresos y las utilidades.

El irremediable efecto de la presión por parte de una competencia destructiva generó el cambio de la visión empresarial del largo plazo por la del corto plazo o incluso el de la inmediatez, exigiendo de la administración la reducción de los costos, empezando por el despido de trabajadores, la minimización de los salarios, la eliminación de los beneficios e inaugurando los modelos de “flexibilización” en la contratación.

Esta “flexibilización” significó en Colombia la posibilidad de contratación bajo condiciones altamente desfavorables para los empleados, la contraprestación de los servicios con bajos salarios o salarios integrales, largas jornadas de trabajo, supresión de los pagos adicionales, contratos a término fijo y la facilidad para despidos amparados en “indicadores de productividad” o por reingeniería de los negocios.

La evolución de las empresas durante esta época estuvo permanentemente condicionada a los movimientos del mercado y la competencia. Las relaciones laborales de largo plazo y la planeación del crecimiento y fortalecimiento de la demanda así como el compromiso financiero fueron cambiadas definitivamente; el paradigma de “retener (las utilidades y los empleados) y reinvertir (en bienes de capital para mejorar la calidad y ampliar los mercados así como fortalecer la mano de obra) (Crotty, 2002), que fue base para el crecimiento de la industria en Estados Unidos y sus socios en Europa sufrió un drástico cambio.

Dos historiadores económicos Estadounidenses, Lazonick y O'Sullivan, presentaron en diferentes ensayos en los años 1996, 2000 y 2002 sus hallazgos sobre lo que se consideraba el éxito de las grandes empresas dentro y fuera del territorio americano además del ya mencionado "retener y reinvertir" los cuales se identificaban como el "compromiso organizacional" y el "compromiso financiero".

El primero significaba la responsabilidad de todos los funcionarios en cada uno de los diferentes niveles dentro de la empresa, (los propietarios, los directivos, los empleados, los profesionales, los auxiliares e incluso los principales o tradicionales proveedores) con las políticas de largo plazo, las cuales, se constituían en los cimientos de futuros beneficios y estabilidad, además del desarrollo de una carrera profesional.

El segundo por su parte implicaba el reconocimiento de las dificultades que el ciclo de inversión conlleva ante la incertidumbre y la variación de los costos para el logro de los resultados. Para Lazonick y O'Sullivan solamente fuentes de financiación involucradas con el largo plazo pueden hacer posible la innovación y denominó a esta clase de fuentes como el "capital paciente". Pero si la empresa era administrada solo con criterios de liquidez, toda posibilidad de innovar desaparecería.

En el periodo de la "Época de Oro" las necesidades de capital de las empresas en general se suplían con los recursos que se generaban por sus propias utilidades o con los aportes de sus propietarios, y en algunos casos con la emisión de deuda a través de bonos (por naturaleza recursos de largo plazo) en el mercado de capitales.

La apertura de los mercados a una cada vez más intensa competencia no pudo sostener estos principios de éxito y los horizontes y estrategias cambiaron por la

ley del “más fuerte”; el compromiso organizacional y financiero dio paso a las políticas de supervivencia.

Muy interesante es el enfoque que realiza Crotty en el que subraya los principales cambios en la relación empresa - sistema financiero y la nueva visión de éste último sobre la idea de una combinación coherente y lógica de iliquidez de los activos con el propósito de lograr el crecimiento y la innovación que Lazonick y O’Sullivan proponían, por la concepción de “empresas portafolio”.

La unidad productiva generadora de riqueza para el conjunto económico se percibe ahora como un paquete de acciones o como potencial cliente de productos de ingeniería económica que debe ser explotada por los riesgos que puede representar sobre el capital financiero y que exige ser constantemente monitoreada y evaluada sobre su potencial para “crear valor” para unos sectores en especial: los capitalistas, los rentistas y los inversionistas institucionales.

De igual manera analiza los cambios en la compensación o remuneración de los nuevos gerentes, la cual pasó, de estar vinculada al éxito por la perdurabilidad de la empresa en el largo plazo, la ampliación de la demanda, el desarrollo y la innovación en sus productos o servicios a ser evaluada por el valor de las acciones en el mercado de capitales en el corto plazo. Esto ocasionó además el surgimiento de una nueva relación entre propietarios y administradores basada en los rendimientos y la “creación de valor” incluso en algunos casos en contravía de los intereses de los stakeholders.

Partiendo de este nuevo horizonte empresarial no es difícil analizar el impacto que sobre la economía y en especial sobre la producción en general tuvo este cambio de paradigma, que ahora incorporaba la injerencia más decidida de los mercados financieros y sus agentes, sobre las decisiones empresariales creando la

remuneración basada en el valor de la acción y las consecuencias derivadas de la creación de “burbujas” y la manipulación de los datos contables.

La influencia del sector financiero alcanzó no sólo a las empresas, afectó también el sector público y hasta las actividades cotidianas de las personas. La lógica financiera pasó de las decisiones de la alta dirección empresarial al manejo de las finanzas personales. La mercantilización del crédito, las pensiones, la compra de vivienda, el apalancamiento de posiciones en activos financieros, antes exclusivos de operadores especializados, obligó a las personas a verse a sí misma como un centro de costos y utilidades.

El afán empresarial por la creación de valor estimuló el proceso de adquisiciones y fusiones tanto entre empresas como entre entidades financieras con el fin de “maximizar” los recursos disponibles y fortalecer una posición dominante que se reflejara por supuesto en el valor de las acciones.

Esto llevó también a la elección de una nueva clase ejecutiva con formación más general, contrario a la filosofía de directores especializados y experimentados, con conocimiento sobre el sector y cada negocio en particular. En opinión de Crotty el aspecto financiero y contable reemplazó la ingeniería y la producción y se convirtió en el camino más rápido a la alta jerarquía.

La visión de las empresas como “portafolio” se consolidó en los 80’s en Estados Unidos con las tomas hostiles a través de la compra de las acciones en el mercado de capitales y mediante las cuales se lograba el control de otras compañías, esta práctica estuvo acompañada también por estrategias de emisión de bonos, muy costosos para la empresas, aunque favorables para los tenedores; éstas emisiones elevaron los niveles de deuda, lo que se justificó como la manera de protegerse ante la competencia o frente a un intento de toma hostil. Estos

bonos más adelante fueron catalogados como “bonos basura” con las inevitables repercusiones sobre las compañías y el propio mercado de capitales.

A nivel interno y de acuerdo con lo expresado por los entrevistados el nuevo estilo gerencial acentuó la tendencia cortoplacista de la planeación y la adopción de políticas de ajuste y reducción de costos en la nómina, cambios en los proveedores, cambios en los procesos productivos, reducción de tamaño y la tercerización de algunas actividades. A nivel financiero el alto nivel de endeudamiento requirió también la destinación de buena parte del flujo de caja para el servicio de esta deuda, que en algunas empresas esta representada en pagos de capital e intereses por bonos además de los pagos extras en dividendos.

Para el caso de Estados Unidos, con las empresas en el mercado, el interés y la influencia de las entidades financieras aumentó, no sólo por el precio de las acciones, sino también sobre el desempeño de los gerentes; el “inversionista institucional” (fondos de cobertura, fiduciarias, aseguradoras y fondos de pensiones) desplazó el ahorro de los hogares y se posicionó como propietario de muchas de las principales empresas. Según Crotty en la década de los 50's los hogares tenían cerca del 90% de las acciones de las empresas no financieras, para el 2000 esta participación alcanzaba el 42%. Aún hoy, estas cifras nunca han existido en el mercado colombiano.

Igualmente se observó que la permanencia de una acción en poder de un inversionista no superaba en la mayoría de los casos un año, lo que es muestra de una percepción completamente mercantilista y ajena de todo compromiso por parte de inversionistas que nada tenían que ver con el denominado capital “paciente” pues su principal interés se concentraba en los rendimientos sobre una curva de oportunidad en la que los niveles de utilidad esperados eran la señal para liquidar posiciones y tomar un nuevo sector.

La indexación de los salarios de los gerentes al precio de las acciones, que buscaba un mayor compromiso con la gestión y los resultados, terminó acercando a la dirección a los intereses inversionistas externos, motivándolos a asumir mayores riesgos y a tomar decisiones de crecimiento sin las previsiones de los efectos en el largo plazo, sobretodo en los niveles de endeudamiento y la disminución de su flujo de caja.

Esta combinación no podía ser sostenible a través del tiempo y ya a mediados de los 90's la "paradoja neoliberal" era creciente, los inversionistas demandaban mayores rendimientos so pena de buscar nuevos mercados para sus capitales mientras las empresas contaban con menos recursos disponibles luego de atender sus obligaciones por el servicio de la deuda dentro de una tendencia creciente que iba más allá del sector privado y tocaba además al sector público a través de todo el mundo.

Es importante resaltar aquí que la influencia de las entidades financieras sobre el sector productivo a través del mercado de capitales como principal característica de la Financiarización, presentada hasta ahora, esta muy lejos de la que se podría encontrar en Colombia, siendo esta una muy importante diferencia. Tenemos que buscar entonces dentro del mercado financiero otras características que se ajusten a la realidad vivida en nuestro país especialmente a través de las políticas de deuda pública, los productos derivados OTC y el mercado cambiario.

La visión del capital se afirma en la evaluación de la rentabilidad como la principal y casi única razón para la colocación de sus recursos, ante lo cual la actitud que deben asumir los mercados, empresas y países es competir al mismo nivel por ellos.

En Colombia la muestra de esto fue el creciente nivel de deuda interna donde se vio a los gobiernos de los 90's y primera parte de la década del 2000 participar como un actor mas del mercado, financiándose a través de Títulos de Tesorería (TES). Para ello se tomó como referencia el esquema de los “Creadores de Mercado” utilizado en España y con el cual se fortaleció la emisión y colocación de deuda pública a través de entidades financieras designadas quienes se encargarían de distribuirlas a través de sus redes a todos aquellos inversionistas interesados.

De esta manera las entidades financieras competían a través de subastas holandesas mediante los cuales se colocaban TES en el mercado a la menor tasa ofertada y de acuerdo a diferentes plazos según las necesidades del gobierno. Con esto se buscaba una mayor eficiencia en la consecución de recursos y modificar el perfil de la deuda del corto plazo al mediano y largo plazo.

Igualmente se inauguró a finales de los 90's el Sistema Electrónico de Negociación (SEN), plataforma financiera que permitía a las entidades cotizar los precios de los TES en tiempo real tanto en oferta como demanda y que era administrada y soportada por el Banco de la República. Todas las operaciones realizadas en esta época eran compensadas a través del Depósito Central de Valores (DCV) y pagadas a través del sistema SEBRA, todos ellos igualmente administrados por el Banco Central.

En una primera parte los niveles de negociación y profundidad no respondieron a la expectativa del gobierno central, que encontraba como los inversionistas finales (pequeños inversores en todos los niveles) no se interesaban por sus títulos al encontrar en el mercado secundario opciones de renta fija muy por encima de los rendimientos de los TES y que incluso eran percibidos como menos riesgosos y

estaban avalados con mejores calificaciones por parte de firmas internacionales especializadas.

Ante esta situación y buscando promover el desarrollo de la deuda, el gobierno a través de la Dirección de Crédito Público amplió la oferta de las subastas y los montos de las emisiones con el objeto de darle liquidez a las emisiones con títulos fungibles muy atractivos. Ante esta nueva propuesta quienes reaccionaron inicialmente de manera muy favorable fueron las entidades financieras que encontraron en esta alternativa buenos rendimientos con aceptable nivel de riesgo y en muchos casos más atractiva que la colocación de cartera al sector productivo.

Dado lo anterior, el sector real en Colombia, se vio estimulado también a participar en los negocios de tesorería, especialmente por intermedio de los bancos comerciales, principalmente españoles, con una concepción del negocio bancario orientada a los bajos costos, la venta de productos y servicios y mínimos niveles de riesgo.

Un modelo más agresivo en la segmentación del cliente (Corporativo, empresarial y personal) y la apertura de portafolios de servicios apalancados por coberturas con las casas matrices, permitió el incremento en el número de nuevos clientes y el acceso de ellos a inversiones de renta fija además de las posibilidades de crédito e inversión de los flujos de caja.

En el mismo sentido, la estructura financiera de los bancos evolucionó de las tesorerías que administraban excesos de liquidez, producto del encaje en el Banco de La República en los periodos bisemanales, a unidades de negocio con la única misión de elevar los niveles de rentabilidad a través inicialmente de la colocación en Renta fija en títulos valores como Certificados de Depósito a Término, Bonos,

Aceptaciones, TES y las inversiones forzosas en Títulos de Desarrollo Agropecuario.

En el frente cambiario en la segunda mitad de los 90's bajo el esquema de la banda cambiaria (corredor establecido con un máximo y un mínimo diario) y la intervención del Banco de la República en sus extremos, los clientes corporativos no tenían mayor manera de obtener beneficios diferentes a la estabilidad de sus flujos de caja mediante la cobertura de la exposición a los movimientos en el precio de la tasa de cambio mientras los márgenes para los bancos estaban acorde a los volúmenes de negocio.

Con la desaparición de la banda cambiaria y la adopción de la libre flotación luego del ataque especulativo del último trimestre de 1999, presionado además por el proceso recesivo y la política monetaria expansiva adoptada para reactivar el consumo, se dio un auge de productos derivados que motivó a las entidades financieras no sólo a proveer la cobertura a sus clientes sino a la creación de portafolios "Non Delivery Forward" (NDF) sobre tasa de cambio.

Estos productos, sin vinculación alguna con la producción real, altamente rentables, no sujetos de cálculo de posición propia (diferencia entre activos y pasivos en divisas y reexpresados en dólares) y de perfil básicamente especulativo atrajeron también a los clientes corporativos por su sencillez y facilidad de contratación, lo que sin embargo generó un mal subyacente a la economía y las empresas colombianas el cual fue relacionar las coberturas con los conceptos de utilidad o pérdida y no con la mitigación del riesgo.

Una figura similar en el mercado de dinero (moneda local) se desarrolló con los títulos de renta fija, favorecidos por la consolidación de los administradores de valores como el Depósito Central de Valores (DCV) administrado por el Banco

Central y el Depósito Centralizado de Valores (Deceval) de iniciativa privada, pero con participación accionaria de la mayoría de las entidades financieras, que logró reducir considerablemente la logística de las inversiones a la vista.

Con la posibilidad de minimizar el riesgo operativo en el manejo de títulos valores creció la oferta de alternativas de inversión de corto plazo para los clientes corporativos. Al emitirse constancias de depósito y con la apertura de subcuentas por titulares, las empresas privadas tuvieron la posibilidad de manejar y obtener mayores rendimientos que las ofrecidas por las cuentas tradicionales, realizando operaciones de fondeo, simultáneas o compras definitivas de corto plazo.

Del mismo modo con el crecimiento en el volumen y en la cuantía de las operaciones entre el sector real y los bancos se dio un proceso de aprendizaje y especialización también en las tesorerías de las empresas, algunas de las cuales tenían la posibilidad de manejar altos niveles de caja para inversión en lapsos de tiempo cortos que buscaron ser cada vez más frecuente.

El desarrollo del mercado de capitales no se hizo esperar, las negociaciones de renta fija concentraron la actividad especialmente en bonos privados y deuda pública, las bolsas separadas en Bogotá, Medellín y occidente se integraron en 2001 dando origen a la Bolsa de Valores de Colombia centrando sus operaciones en renta fija, renta variable, divisas y a mediados del 2005 en derivados a través de las Operaciones a Plazo de Cumplimiento Financiero (OPCF). En la primera mitad de la década del 2000 la BVC fue considerada una de las más rentables en el mundo con la característica especial de su concentración en los títulos de deuda pública.

El dinamismo del sector motivó la presencia de nuevas entidades financieras internacionales de gran trayectoria, dentro de las primeras que llegaron a

Colombia se destacaron el Banco Santander y el BBVA. El primero lo hizo a través de la compra del Banco Comercial Antioqueño (Bancoquia) y de Invercredito, dentro de un negocio del Grupo Santodomingo que incluía el pago de créditos adquiridos por éste, y el segundo, con la adquisición del Banco Ganadero, y años más tarde, del oficializado Granahorrar después de la crisis hipotecaria.

Una mirada inicial a todos los hechos anteriormente expuestos nos permite arriesgar una conclusión preliminar sobre la presencia de la financiarización en la economía colombiana, se cumplen para nuestro caso varios de los factores que nos incluyeron en un proceso neoliberal y global sin agregar hasta este momento los principios del Consenso de Washington, cuyos postulados: disciplina fiscal, control del gasto público, liberalización del comercio, acceso fácil de la inversión extranjera directa, privatización y desregulación de los mercados se cumplieron literalmente en la mayoría de los casos.

En una breve mención Giraldo anota que el Consenso de Washington se explica en tres niveles, “el primero liberalización de los tres mercados de la economía (bienes, capitales y laboral). El segundo, hace referencia a las políticas públicas, las cuales deben darse en las condiciones más próximas al mercado.... y el tercero, es lo que el Banco Mundial ha llamado las “cortapizas al mercado”, que aquí llamaremos restricciones, y que consiste en la existencia de entidades autónomas que garanticen la disciplina macro y la vigencia de los derechos de propiedad, indispensables para la existencia del mercado.” (Giraldo, 2009)

Podemos decir que el papel de las finanzas en Colombia ha sido cada vez mayor, sin embargo sus beneficios han llegado sólo algunos sectores en particular que acumulan y concentran la riqueza, mientras que la crisis afecta a amplios sectores, generando pérdidas que el sector real ha soportado con sus escasos recursos mientras los bancos han recibido un mayor apoyo.

Uno de los principales ejemplos fue el gravamen a los movimientos financieros con el que se costó el proceso de rescate de los bancos, algunos de los cuales, como Granahorrar y Bancafe, fueron saneados y luego vendidos al grupo Bolívar y al BBVA cuando empezaban a generar utilidades. Igualmente se creó la Central de Inversiones S.A. (CISA) que se encargó de recoger todas las deudas y activos embargados a los acreedores liberando a la banca de esa costosa administración.

Del mismo modo se crearon y se emitieron los Bonos del Fondo de Garantías de Entidades Financieras (Fogafin), al principio con un bajo nivel de bursatilidad, pero luego modificados en su reglamentación igualándolos casi a los TES, lo que disparó su valor y rentabilidad en el mercado. De esa forma se devolvió buena parte del costo que debieron asumir inicialmente los bancos y se terminó con la socialización de las pérdidas.

Encontramos entonces tres procesos paralelos que se entrecruzan y se fortalecen, la globalización (integración de los mercados) el neoliberalismo (desregulación, liberalización del comercio y privatización) y la financiarización como el hilo conductor y en muchos casos como la fuerza mayor que dicta las normas sobre las que se desarrollan las anteriores.

La financiarización es entonces la expresión de la supremacía del capital sobre todas las demás consideraciones económicas, las políticas de desarrollo y los planes de ajuste impuestos por las instituciones monetarias internacionales y replicadas localmente, buscan en general crear condiciones para el desarrollo de las finanzas en cualquiera de sus expresiones: inversión, crédito, mercado de capitales, derivados y en otros casos la especulación sobre la base de las expectativas lógicas del mercado dentro de los niveles de riesgo aceptables que deben ser minimizados para lograr estabilidad. En resumen, estamos en el reino

de las finanzas y el neoliberalismo y la globalización son en sí mismas la expresión de las finanzas (Epstein, 2005).

Todos los argumentos están cimentados en el mercado y su supuesta capacidad para establecer las condiciones de eficiencia que encuentran el equilibrio entre la oferta y la demanda logrando el pleno empleo y la estabilización de las cuentas nacionales; sin embargo, la liberalización no implica la colocación adecuada de los recursos, por el contrario la financiarización genera especulación, excesiva liquidez de corto plazo y la volatilidad de los precios de diferentes clases de activos, commodities, monedas, títulos valores. Para el capital especulativo lo más importante es el constante movimiento de precios, así la inestabilidad se vuelve un aspecto inherente y necesario para esta época (Malinowitz, 2008)

La Financiarización busca generar rentas y ganancias dentro de un ambiente donde la expansión de la demanda está limitada por las propias condiciones que genera: el pensamiento y la planeación de corto plazo limita la productividad, la reducción de costos incluyendo los salarios excluye a los compradores y la desregulación y facilidad de movimiento para buscar los ingresos promueve la especulación y la inestabilidad.

Utilidades atractivas de corto plazo también llamaron la atención de las empresas necesitadas de buscar nuevas posibilidades de ingresos a nivel global, el fácil acceso a los mercados de capitales y a los productos de tesorería de las entidades financieras incrementó la actividad y la inversión de las empresas, tendencia mucho más fuerte a nivel internacional que en Colombia donde su efecto es marginal.

En general podemos encontrar en diferentes autores coincidencia en la importancia de las finanzas en el tiempo siguiente a la “Época de Oro” y en donde

el rol financiero se transformó de aquel capital “paciente” ya mencionado a uno de preeminencia rentista que se sirve del sector real y público para elevar sus rendimientos aún a costa de limitar el crecimiento o de los efectos sociales adversos que pueda ocasionar.

III. HALLAZGOS Y CONCLUSIONES

De acuerdo con nuestra pregunta inicial sobre la existencia en Colombia de la Financiarización como la que se propone dentro de los planteamientos y teorías conocidas y desarrolladas por investigadores y autores internacionales, ¿existe influencia desde el mercado de capitales sobre las decisiones de producción, desarrollo, sostenibilidad y en general sobre la alta dirección de las empresas nacionales?

Podemos afirmar que para el periodo analizado las condiciones particulares del sector financiero contribuyeron y favorecieron el desarrollo de algunas características de la financiarización en Colombia, y aunque encontramos cierta influencia dentro del sector real, no puede asociarse completamente a la presencia de este fenómeno en nuestro país.

La Financiarización, como mencionábamos anteriormente, ejerce su influencia en las empresas a través del mercado de capitales por medio del control del precio de las acciones, lo que exige profundidad y liquidez de este activo (bursatilidad); esta característica no se cumple en el periodo de estudio por la dispersión de la actividad de la Bolsa de valores (Bogotá, Cali, Medellín) y el limitado portafolio de acciones disponibles, además de su poca representatividad dentro del total del capital emitido por las empresas. A diferencia de lo presentado por los autores referenciados en sus estudios en Estados Unidos y Europa donde existen

mercados de capitales mucho mas desarrollados, en nuestro país el control de las acciones se ha encontrado en manos de los propietarios de las empresas, característica que aún en los presentes días se mantiene y que para el periodo analizado no fue la excepción.

Con un bajo número de acciones en circulación y con la mayoría en propiedad de un reducido grupo de personas o conglomerados, las posibilidades de una compra hostil por parte de un grupo económico o de inversionistas institucionales es completamente nula, en contraste por ejemplo con lo visto en los Estados Unidos de los 80's.

La Financiarización como el fenómeno ya identificado y definido por muchos analistas y académicos necesita en nuestro concepto de dos partes para ser considerado como tal: la primera, un sector financiero desarrollado con un mercado de capitales diversificado donde se encuentre un amplio número de participantes y, segundo, de empresas que coticen allí con paquetes de acciones representativos y disponibles para toda clase de inversionistas. Esto no se cumple en nuestro caso.

Igualmente, el análisis del movimiento de las inversiones de las empresas del sector real, que se debió ajustar a la disponibilidad de la información de la muestra establecida, nos mostró en general un comportamiento estable de las cifras en los que no se observaron variaciones por posiciones en el mercado de valores, y que con base a lo expresado por los ejecutivos de las firmas visitadas tampoco discriminan los ingresos de este tipo, es decir por operaciones con productos financieros, aunque reconocen que desde esa época representan valores cada vez más importantes, lo que es de por sí muy contradictorio y no nos es posible explicar.

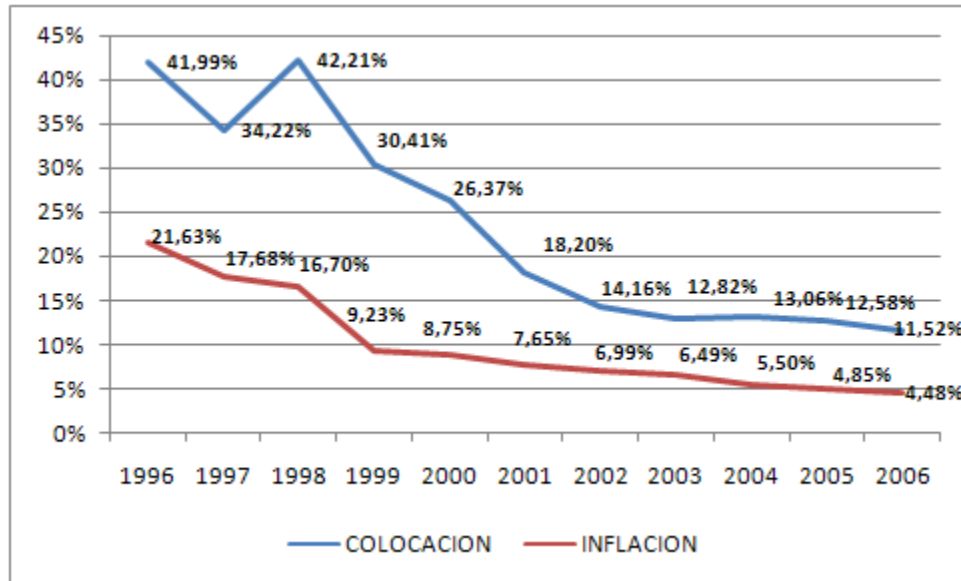
En síntesis, la Financiarización desde el mercado de capitales no se presentó en Colombia tal como se ha expuesto y se ha definido hasta este momento, sin embargo algunas características asociadas tales como altos márgenes de intermediación, el incremento de la deuda pública, el crecimiento en las inversiones de especulación frente a la colocación de cartera y el aumento de las utilidades del sector financiero por encima de las del sector real durante éste periodo si se pueden observar, y en alguna medida nos servirán para atender las demás preguntas y objetivos planteados al inicio del trabajo.

Intermediación, Inversiones de Portafolio y la Deuda Pública

La intermediación representa no sólo la diferencia entre los costos de captación y colocación de crédito sino también la ponderación del riesgo que calculan las entidades ante la probabilidad de la demora o del no pago por parte de los acreedores; la volatilidad de este indicador se traduce entonces en la mayor exigencia por garantías y la disminución de los montos y operaciones desembolsadas, lo que implica la reducción de la cartera y un excedente de liquidez que se dirige hacia al siguiente rubro de inversión de la banca comercial: portafolios de renta fija.

La tasa de colocación de crédito en Colombia en 1996 se encontraba alrededor del 42% (crédito de consumo, de tesorería, tarjetas y redescuento) frente al 21% de la inflación registrada para la época, en términos reales más del 20% de margen sobre el riesgo que implicaba la colocación, y aunque se observó una reducción progresiva de la inflación desde esa fecha, en promedio del 13.7% por año, la tasa de intermediación sólo lo hizo al 6.9%.

Tasas Activas e Inflación 1996 - 2006



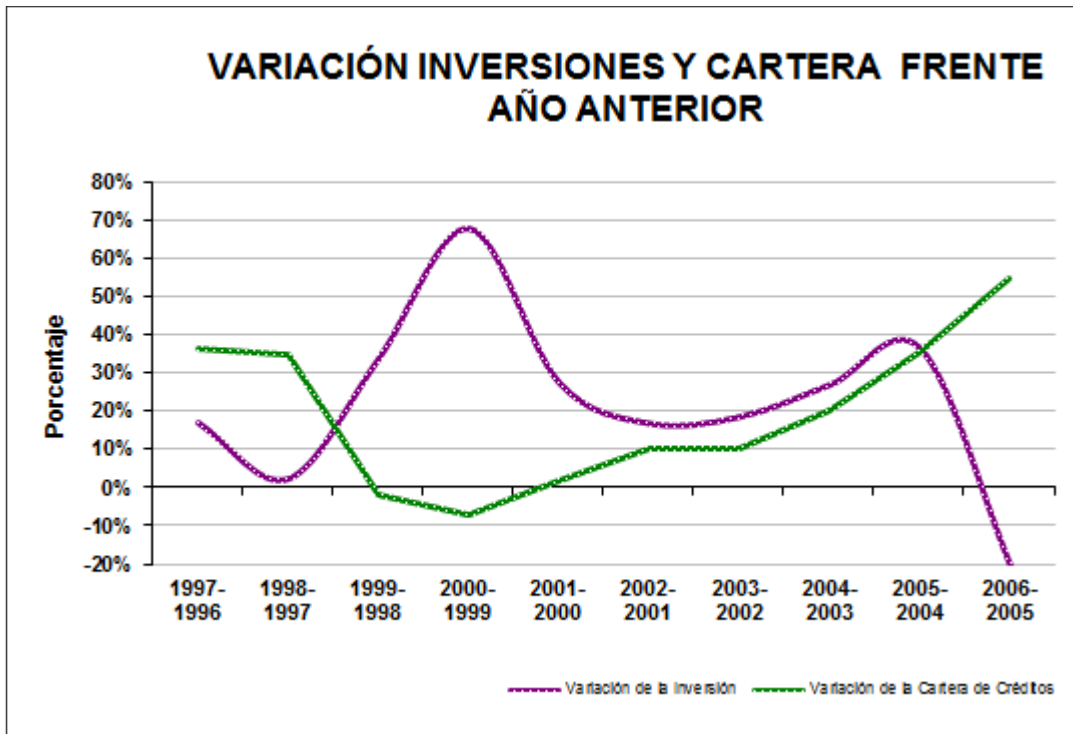
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de la República y DANE

En la segunda mitad de los noventa las tasas de colocación se mantuvieron altas, dentro de un periodo que se caracterizó por la recesión y la crisis financiera y política nacional, que incluso llevó al Banco Central a subir su tasa de intervención al 80% a la vista, disparando también las tasas de fondeo hasta un 120%.

Entre el 2000 y 2005 la tasa de colocación bajó del 35% en promedio del periodo 1996 – 2000 hasta el 13.7% estimulado por la abundante liquidez, una menor dinámica del crédito y un mercado concentrado en el incremento de los precios de la deuda pública que la hizo altamente atractiva y rentable.

Dado lo anterior se observó que los recursos que se deberían destinar hacia el crédito, y especialmente al sector productivo, disminuyeron no sólo por los niveles de riesgo, sino por el surgimiento de nuevas y mejores alternativas, que

generaban utilidades no sólo por intereses, sino también por valoración y la rotación de liquidez de corto plazo (menos de 30 días).



Fuente: Elaboración propia con datos de Superfinanciera

Como podemos observar en la gráfica antes de la crisis hipotecaria de finales de los años noventa el crecimiento de los portafolios de inversión se encontraba sensiblemente por debajo de la colocación de cartera, situación que cambió al inicio de la década del 2000 no sólo por la percepción de riesgo sino por el estímulo de las operaciones con derivados tales como fondeos y carruseles, así como el “engorde” de títulos y la “ingeniería financiera” sobre las tasas de interés para modificar los márgenes de valoración, que con la capacidad de apalancar grandes cantidades de dinero con bajo costo, impulsaron una lógica rentista con un elemento adicional muy importante ya mencionado: el desarrollo de la deuda pública.

El gobierno, como las empresas, requiere financiar sus planes de desarrollo y de inversión así como su funcionamiento; para ello cuenta con los recursos que es capaz de generar principalmente por medio de las empresas comerciales e industriales del Estado y por el recaudo de impuestos.

Cuando lo anterior no es suficiente debe acudir al crédito de la banca multilateral o local. Acceder a las instituciones monetarias internacionales implica la adopción forzada de medidas de ajuste que exigen recortes fiscales que contraen la demanda, frenan el gasto público y afectan a los sectores menos favorecidos en temas críticos como la salud, la educación e infraestructura. Buscar recursos a nivel interno aumenta la competencia entre el sector productivo, las familias y el gobierno elevando las tasas de interés, pero aún con esta consideración, esta ha sido la herramienta principal de financiación en Colombia desde principios de la década anterior.

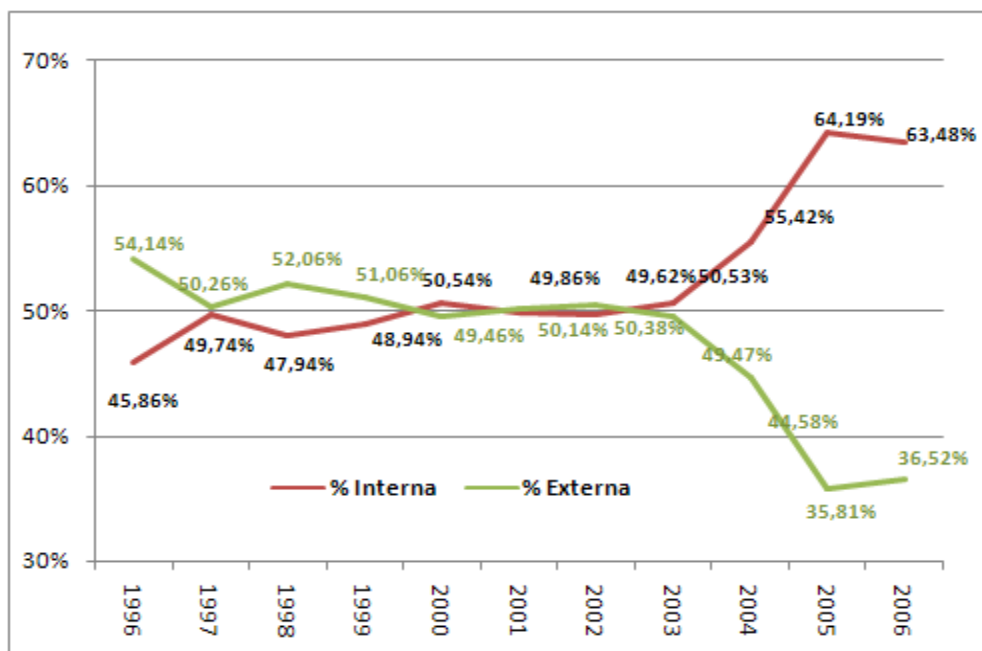
La banca encontró en la deuda pública colombiana una buena combinación entre rentabilidad, plazo y niveles de riesgo que le permitió además, basado en su experiencia y conocimiento del mercado, especular desde una posición privilegiada, generando ingresos desde su portafolio concentrado en las emisiones de TES que el gobierno estructuró para hacerlas atractivas a los inversionistas locales; entre estas tenemos los TES tasa fija, los TES IPC (cupón indexado a la inflación), TES denominados en USD en el mercado nacional, los TES UVR y los Bonos Fogafín emitidos después de la crisis hipotecaria.

Esto sin duda reforzó el carácter rentista del sector financiero colombiano la liberalización del capital estimuló la búsqueda permanente por mayores ingresos a corto plazo, que con las políticas de endeudamiento orientadas definitivamente hacia el mercado interno y las operaciones *swap*, originaron un *roll-over* de deuda

que acrecentó y concentró las operaciones en TES entre las mismas entidades y luego en la recién creada BVC.

En efecto, la composición de la deuda del gobierno nacional durante el periodo pasó del 45.86% a nivel interno al 63.5% en 2006, mientras que el endeudamiento externo paso del 54% al 36%. La deuda interna se encontraba representada en un 68% en pesos (COP) mientras el 32% restante estaba representado en USD. La deuda creció en promedio un 29% por año.

Evolución Deuda Pública 1996 - 2006



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de la República

La deuda del gobierno se concentró en el mercado local, con lo que el servicio para el pago de ésta fue destinado para los inversionistas internos y principalmente para el sector financiero. El beneficio por la disminución a la exposición de tasa de cambio se trasladó entonces al mercado interno y al

sometimiento al capital, el peso fiscal sólo cambió de referente pero se mantuvo fuerte dentro del presupuesto.

En definitiva, los altos márgenes de intermediación y la deuda pública en el periodo de referencia contribuyeron de manera importante en la consolidación de portafolios de inversión especulativos, los cuales crecieron en la segunda mitad de los noventa alrededor del 30% mientras la cartera lo hizo a un 13% y en general en el periodo de análisis lo hicieron en un 23% mientras la tasa de cartera llegó hasta el 19%; los recursos de crédito entonces no crecieron en las mismas proporciones y prevaleció el interés por utilidades de corto plazo y no por el fomento de la cartera.

Esto puede compararse con lo expuesto por Epstein y Crotty en sus investigaciones al referirse a la ausencia del “capital paciente” y a la preferencia por la liquidez como característica y particularidad de la Financiarización. Esta tendencia aún se mantiene en la presente época, es decir, la banca privada continúa financiando el déficit del estado y recibiendo los intereses que estos créditos reconocen generosamente.

Nos preguntábamos desde el inicio del trabajo si podíamos decir que la actividad de tesorería de las entidades bancarias en Colombia se desvió de su principal actividad de intermediación por la acumulación de capital en modelos de portafolio especulativos más que de fomento y en la clase de responsabilidad que le atañe al promover estos negocios hacia las empresas del sector real.

Al respecto podemos decir que efectivamente ha primado la rentabilidad sobre el riesgo de crédito y la actividad de tesorería orientó sus esfuerzos de la administración y custodia de los recursos, mientras se adelantaba la actividad de colocación, por la creación y desarrollo de productos y esquemas de inversión

que fomentaron la especulación y aprovecharon la posición dominante de los grupos financieros para obtener grandes utilidades; las mesas de dinero se convirtieron en unidades de negocio que entraron a competir dentro de las propias entidades por los recursos del ahorro amparadas además por la abundante liquidez y una creciente reserva por asumir el riesgo de cartera.

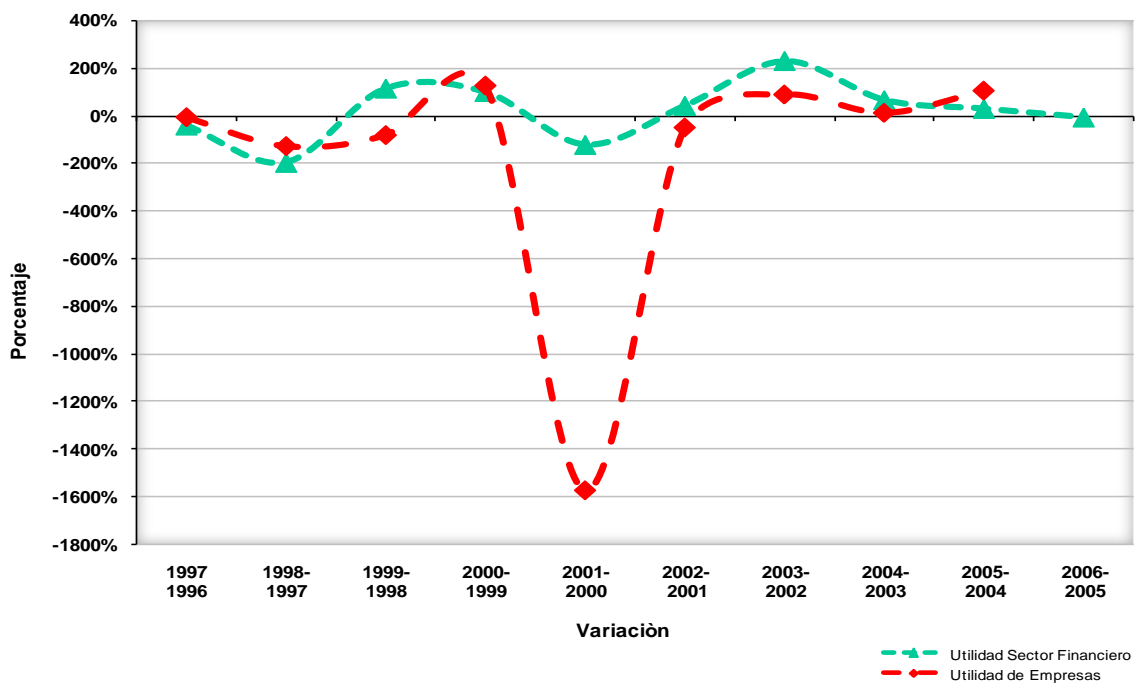
Igualmente desde allí se alentó a las tesorerías del sector real hacia los negocios subyacentes de administración de liquidez o de cobertura de tipo especulativo, que en algunos casos terminaron con actividades ilícitas que arriesgaron el patrimonio privado y público como por ejemplo en el Fondo Nacional de Regalías. La búsqueda de negocios llevó a las tesorerías de las entidades financieras a vincular sin mayor reserva y conocimiento al sector real, quien asoció esta actividad a la especulación y no como a una herramienta técnica de gestión administrativa y financiera.

Un factor extra que se puede mencionar es la eliminación de la banda cambiaria, después de la cual los portafolios de cobertura crecieron rápidamente por la caída de la tasa de cambio y la aparición de los derivados sobre divisas en el mercado *Over the Counter* (OTC) además de las Operaciones a Plazo de Cumplimiento Financiero (OPCF) muy fáciles de implementar.

Dos características adicionales mencionadas anteriormente son el crecimiento a tasas mayores de las utilidades de las entidades financieras y una lenta acumulación de activos en las empresas. En las investigaciones realizadas en Estados Unidos (Krippner 2005) y Europa (Stockhammer 2000) se evidencia un crecimiento menor de las utilidades de las empresas frente al sector financiero y una lenta acumulación de los activos de éstas, además de una participación mayor del sector financiero en la economía.

Al comparar éstas con el caso colombiano, en el periodo y con la muestra seleccionada, observamos que durante los años 1996 – 2000 las utilidades reportadas por los bancos y las empresas tenían un comportamiento similar, con un crecimiento relativo mayor de las entidades financieras a pesar de la crisis, 17.24% en los bancos vs. 15.43% de las empresas.

**Variación Utilidades Sector Financiero vs Sector Real
(Muestras)**

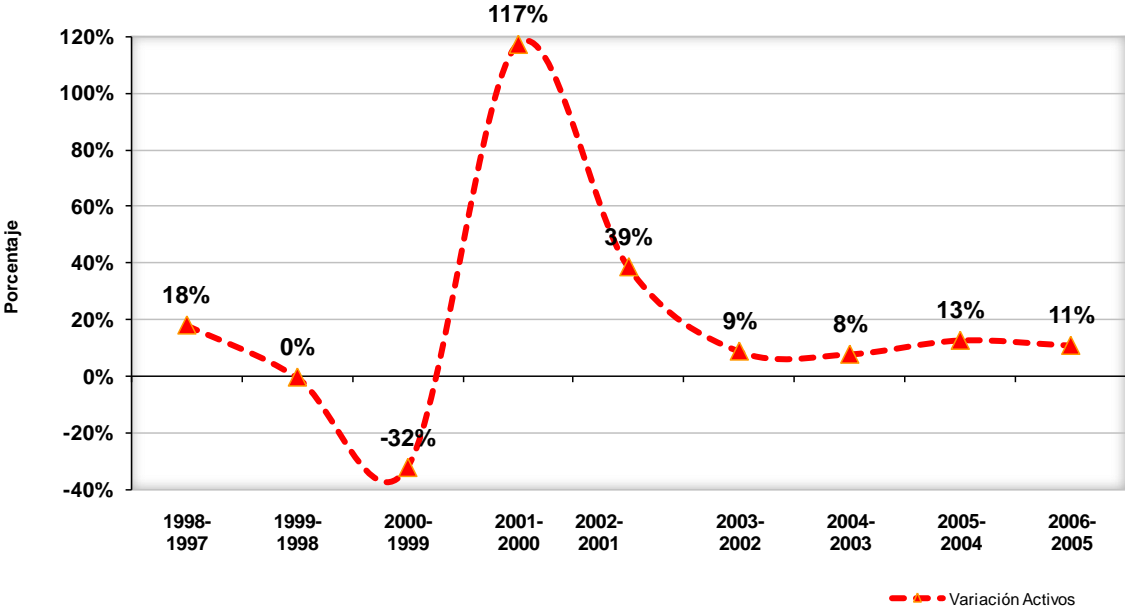


Fuente: Elaboración propia con datos de Superfinanciera, Supersociedades y Revista Semana

Podemos ver entonces como antes y después de la crisis existe un crecimiento similar de las utilidades, el cual, sólo se rompe en el periodo 1999 – 2001 por la recesión económica y las fuertes pérdidas del sector real, que luego son

superadas por el repunte general de las empresas y para nuestro caso en particular de Bavaria y Colgate Palmolive principalmente.

Variación acumulada de Activos Sector Real



Fuente: Elaboración propia con datos de Supersociedades y Revista Semana

En cuanto a la tasa de crecimiento en la acumulación de activos entre 1997 y 2006 esta aumentó en un 15% en promedio anual, aún sin tener en cuenta para este cálculo la información de Bavaria y Postobón del año 2000; encontramos entonces que a pesar del periodo de crisis, las firmas analizadas incrementaron sus activos, lo que va en contra de la teoría expuesta en este trabajo sobre las características de la financiarización.

Ni las tasas de crecimiento de las utilidades ni los niveles de acumulación de activos nos muestran que por esta vía podamos encontrar evidencia de la

Financiarización en Colombia para el periodo de estudio en las empresas y bancos analizados.

De acuerdo con lo anterior podemos decir que la Financiarización en Colombia para nuestro periodo de estudio se presentó en el sector financiero visto desde un modelo rentista desarrollado a través de portafolios de inversión y de la actividad de las mesas de dinero. En esta época se pudo apreciar la preferencia por la inversión en activos financieros antes que la colocación de cartera y la irrigación de recursos para el estímulo de la demanda y del sector productivo. Esto se vio favorecido por una política de Deuda Pública orientada al mercado interno y por el desarrollo de sistemas transaccionales de negociación, además de la utilización de productos derivados en pesos y divisas.

Así mismo no existió influencia sobre las empresas seleccionadas como la que nos presenta la teoría de la financiarización y ésta estuvo limitada sólo a la promoción de algunos productos especulativos que no incidieron sobre la dirección o el control en las empresas, pero que si generaron una visión parcializada y confusa sobre la utilización de los productos derivados y el vinculo entre el sector financiero y el sector real.

Podemos decir que en la época escogida se dio un cambio en la relación entre el sector financiero y las empresas y que la financiarización encontró un espacio y las condiciones para desarrollarse parcialmente dentro de las entidades financieras pero no sobre las empresas, aunque existió el interés en aproximarlas al mercado de capitales y al nuevo enfoque sobre el desarrollo de los negocios.

Los referentes teóricos internacionales tomados para este trabajo realizan sus análisis sobre países y mercados de capitales desarrollados que han tenido la capacidad de influir sobre la dirección y estrategia de las empresas, siendo esta la

característica principal y común de la Financiarización, que para nuestro caso, como lo hemos expresado anteriormente, no existió para el periodo de estudio propuesto.

Así mismo otras de las características relacionadas a la Financiarización como son el incremento de las utilidades del sector financiero sobre las de las empresas y la lenta acumulación de activos en el sector real no son contundentes en su evolución y no permiten afirmar que presenten un comportamiento que lo podamos asociar a este fenómeno.

Sin embargo si podemos observar que las medidas adoptadas por el ejecutivo y el legislativo favorecieron al sector financiero en Colombia y que las políticas de deuda pública y de mercado cambiario sin duda estimularon los portafolios rentistas y le han generado desde entonces grandes ingresos a la banca desviando recursos que podrían haberse invertido en el sector productivo.

Algunas empresas han destinado recursos también a la generación de ingresos a través de la especulación en productos derivados asesorados por las mesas de dinero y aunque no se admite abiertamente si se reconoce el mayor interés por estos y que esta se ha convertido en una forma de evaluación de la gestión financiera en las organizaciones.

No podemos generalizar sobre la presencia de la Financiarización en Colombia pero cada vez es más notable la aparición de productos desde empresas del sector real e incluso en las de servicios públicos que demuestran una influencia de la lógica financiera en la mercantilización de las rentas personales, del crédito, las pensiones, la compra de vivienda e incluso de la educación que no están vinculadas al objeto social de esas compañías.

Para los próximos años estos temas serán también sujetos de un análisis mayor dada su importancia y rápido crecimiento, igualmente y en la medida que la Bolsa de Valores de Colombia logre desarrollarse y consolidarse con mayor participación de las empresas y mercados como en el proyecto de integración con Chile, Perú y Brasil podríamos empezar a encontrar la Financiarización que ya es reconocida internacionalmente y sobre cuya experiencia tenemos mucho por aprender.

BIBLIOGRAFIA

- Acosta N, Londoño C.,(2003) Grupo Empresarial Antioqueño. Evolución de Políticas y Estrategias, 1978-2002, Publicaciones Universidad de los Andes, Bogotá Colombia, Pág. 77
- Arrighi Giovanni (1994), El Largo Siglo Veinte, Introducción y Capítulo 1.
- Ayala, R., (2003) Impacto de la Globalización sobre la salud de los Trabajadores Colombianos, Departamento de Educación CUT, Bogotá, Página 12.
- Blackburn Robin (2006) “Las Finanzas y la Cuarta Dimensión” New Left Review, N. 39 Páginas 37 - 70
- Caicedo Daniel, Sarmiento Libardo, (2007) “El régimen terrateniente-financiero transnacional, CEPA librerías, , página 5
- Crotty James (2002), “The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and “Modern” Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era”, en Epstein, Financialization and the World Economy.
- Epstein Gerald (2005), “Introduction: Financialization and the Global Economy”, en G. Epstein, Financialization and the World Economy (Edward Elgar)
- Estrada, Jairo (2004) Construcción del modelo neoliberal en Colombia 1970 – 2004, Ediciones Aurora, Bogotá, Colombia Página 14.
- Giraldo César (2008), “Financiarización: Un nuevo orden social y político”, Capítulo 2 de ¿Protección o desprotección social?
- Giraldo César (2001), Finanzas Públicas e América Latina: La Economía Política (Ediciones Desde Abajo), Capítulo 5

- Giraldo César, (2009) “Ajuste Fiscal y Ganancia Financiera”. Universidad Nacional de Colombia, Pág. 1
- Harvey David (2004), “El nuevo imperialismo: Sobre reajustes espacio-temporales y acumulación mediante desposesión”, Revista Viento Sur – disponible en Internet
- Krippner Greta (2005), “The Financialization of the American Economy,” Socio-Economic Review, Vol. 3, No. 2, pp. 173-208
- Malinowitz Stanley (2008) “La Financiarización: Algunos puntos para el debate en América Latina, Ponencia para el Coloquio Internacional de SEPLA (Sociedad Latinoamericana de Economía Política y Pensamiento Crítico), Buenos Aires, 22-24 de octubre.
- Rawls J., (1971) Teoría de la Justicia, Fondo de Cultura Económica, México, p. 69,
- Revista Semana, Edición 1251, Las 100 Empresas más grandes de Colombia, 22 de Abril de 2006.
- Revista Semana, Edición 1199, Las 100 Empresas más grandes de Colombia, 24 de Abril de 2005.
- Revista Semana, Edición 1147, Las 100 Empresas más grandes de Colombia, 25 de Abril de 2004.
- Revista Semana, Edición 1095, Las 100 Empresas más grandes de Colombia, 28 de Abril de 2003.
- Revista Semana, Edición 1042, Las 100 Empresas más grandes de Colombia, 22 de Abril de 2002.
- Revista Semana, Edición 988, Las 100 Empresas más grandes de Colombia, 7 de Mayo de 2001.

- Revista Semana, Edición 936, Las 100 Empresas más grandes de Colombia, 8 de Mayo de 2000.
- Revista Semana, Edición 885, Las 100 Empresas más grandes de Colombia, 17 de Mayo de 1999.
- Revista Semana, Edición 835, Sobre las 100 Empresas, 8 de Mayo de 1998.
- Revista Semana, Edición 782, Cien Empresas, 27 de Mayo de 1997.
- Revista Semana, Edición 730, Las 100 Empresas más grandes de Colombia, 27 de Mayo de 1996.
- Robin Blackburn (2006). "Finanzas y la cuarta dimensión", *New LeftReview*, No. 39 June (www.newleftreview.org) Stanley Malinowitz (2008), "La Financiarización: Algunos apuntes para el debate en América Latina"
- Rubén Lo Vuolo (2001), "Libertad, Finanzas y Globalización"
- Salama Pierre (2006), "De la flexibilidad a la cohesión social, pasando por las finanzas", en Y. Le Bonnac y O. Rodríguez, *Crecimiento, Equidad y Ciudadanía: Hacia un Nuevo Sistema de Protección Social* (Universidad Nacional de Colombia).
- Stockhammer Engelbert (2000), "Financialization and the Slowdown of Accumulation"