

332.6861
S45m
1988
EJ. 1

3159



**MACROECONOMÍA,
MERCADO DE CAPITALES
Y NEGOCIO FINANCIERO**

CARLOS CABALLERO ARGÁEZ
EDITOR

MFN:1616

Handwritten signature and the number 7.

I N D I C E

PRESENTACIÓN 10

SESIÓN DE INSTALACIÓN

Palabras del Dr. Carlos Caballero Argáez 14
Presidente Asociación Bancaria de Colombia

Palabras del Dr. Luis Fernando Alarcón Mantilla 18
Ministro de Hacienda y Crédito Público

Palabras del Licenciado Leopoldo Solís 25
*Coordinador de Asesores Económicos
de la Presidencia de la República de México*

PRIMERA SESIÓN

I. EVOLUCIÓN, SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA

Dr. Santiago Herrera 34
Depto. de Investigaciones Económicas, Banco de la República

Comentario y Discusión

Dr. Eduardo Sarmiento Palacio 94
Decano de la Facultad de Economía, Universidad de los Andes

II. EL PROCESO AHORRO-INVERSIÓN Y SUS DETERMINANTES EN COLOMBIA

Dr. José Antonio Ocampo 103
Investigador Colegiado de Fedesarrollo

Comentario y Discusión

Javier Fernández Riva 156
Asesor Junta Monetaria

SEGUNDA SESIÓN

III. MANEJO MACROECONÓMICO, DÉFICIT FISCAL Y MERCADO DE CAPITALES. PERSPECTIVAS PARA LA DÉCADA DEL NOVENTA

Dr. Jorge Ospina Sardi 176
 Director de la Nota Económica
 Ex-jefe Departamento Nacional de Planeación

Comentario y Discusión

Dr. Mauricio Cabrera Galvis 201
 Decano Facultad de Economía, Universidad Externado de Colombia

IV. LA FINANCIACIÓN DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA. EVOLUCIÓN (1970-1986) Y PERSPECTIVAS PARA EL AÑO NOVENTA

Dr. Alberto Hernández 245
 Director Investigaciones Económicas, Bolsa de Bogotá

Manuel Ramírez Gómez
 Profesor Facultad de Economía, Universidad de los Andes
 Asesor Asociación Bancaria

Comentario y Discusión

Dr. Ricardo Chica A. 280
 Profesor Facultad de Economía, Universidad de los Andes

TERCERA SESIÓN

V. REFORMA TRIBUTARIA Y LA POLÍTICA FINANCIERA EN COLOMBIA

Charles McLure 302
 Profesor, Universidad de Stanford

Comentario y Discusión

Dr. Guillermo Perry 330
 Director Ejecutivo Fedesarrollo
 Ex-Ministro de Minas y Energía

**VI. LOS FONDOS ESPECIALES
PARA CANALIZAR INVERSIÓN
EXTRANJERA A PAÍSES EN DESARROLLO:
EXPERIENCIAS DE OTROS PAÍSES**

Lewis M. Weston 340
Socio Goldman Sachs & Company

Comentario y Discusión

Dr. Roberto Junguito Bonnet 358
Ex-Ministro de Hacienda y de Agricultura
Presidente de la Asociación Nacional de Exportadores de Café
Presidente de la Junta Directiva del Banco Sudameris

CUARTA SESIÓN

**VII. MARCO CONCEPTUAL
DEL NEGOCIO FINANCIERO:
POSIBILIDADES Y OBSTÁCULOS**

Alberto Polo y María Edna de Carrasco 364
Consultores

**VIII. EL DESARROLLO DE LA BANCA
DE INVERSIÓN EN COLOMBIA**

Dr. Julio Manuel Ayerbe 386
Presidente de Corfivalle

**IX. COMO MEJORAR LA EFICIENCIA
Y LA COMPETITIVIDAD EN EL SECTOR
FINANCIERO COLOMBIANO**

Dr. Rudolf Hommes 393
Ex asesor de la Junta Monetaria
Consultor

**X. LA REGULACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO:
¿CONFLICTO ENTRE LOS OBJETIVOS
E INSTRUMENTOS LEGALES?**

Dr. Hugo Palacios Mejía 405
Exgerente Banco de la República
Abogado-Economista
Ex-Ministro de Hacienda
Ex-Gerente Banco de la República

SESIÓN DE CLAUSURA

Palabras del Dr. Francisco Ortega Acosta 416
Gerente General Banco de la República

PRESENTACIÓN

Durante los días 9, 10 y 11 de noviembre de 1988 se llevó a cabo el XI Simposio sobre Mercado de Capitales de la Asociación Bancaria de Colombia en la ciudad de Cali. Desde octubre de 1982 no se reunía uno de estos simposios por lo cual su nueva versión adquirió una muy especial trascendencia para el sistema financiero y para quienes en una u otra forma —en el Gobierno, el sector privado o la academia— tienen que ver con temas relacionados con el funcionamiento de los procesos de canalización de recursos del ahorro hacia la inversión en el país.

En esta oportunidad el Simposio tuvo objetivos múltiples. Ante todo, hacer un repaso de la evolución del mercado de capitales en Colombia y de los determinantes del proceso ahorro-inversión en el país. En segundo lugar, mirar hacia adelante y, en especial, detenerse sobre las perspectivas fiscales y analizar su posible impacto sobre el mercado de capitales. En este ejercicio merecían particular interés, además, las necesidades financieras del sector industrial en los años noventa. Con estos antecedentes, en el tercer día de las deliberaciones se escucharon dos ponencias, una sobre reforma tributaria y política financiera en Colombia, a cargo del profesor Charles McLure de la Universidad de Stanford, y otra sobre nuevas posibilidades para canalizar inversión extranjera hacia países en desarrollo, a cargo del experto Lewis Weston, de Goldman Sachs & Co. en Nueva York. La última gran sección del Simposio se centró en el desarrollo del negocio financiero en Colombia, sus posibilidades y sus obstáculos. En ella se presentaron documentos cortos sobre el marco conceptual para el análisis del negocio; el desarrollo de la banca de inversión en el país; el problema de la regulación del sistema financiero; y las acciones para mejorar el nivel de eficiencia y de competitividad de las entidades financieras en el país.

El Simposio fue instalado por el Señor Ministro de Hacienda y Crédito Público, doctor Luis Fernando Alarcón Mantilla, y clausurado por el Señor Gerente General del Banco de la República, doctor Francisco Or-

tega Acosta. Conferencista central de la sesión de instalación fue el Licenciado Leopoldo Solís, Presidente del Consejo de Asesores Económicos de la Presidencia de la República de México y quien fuera participante en el Primer Simposio sobre Mercado de Capitales, organizado conjuntamente por el Banco de la República y la Asociación Bancaria de Colombia en 1971.

Este volumen recoge los discursos, ponencias y comentarios presentados ante el Simposio, la gran mayoría de los cuales se repartió a lo largo del evento. La Asociación Bancaria cree contribuir, con esta publicación, a la difusión y el estudio de los problemas teóricos y prácticos del funcionamiento y la operación del sistema financiero.

Tanto en la realización del Simposio como en la preparación de este libro la colaboración de Santiago Gutiérrez, Vicepresidente Técnico de la Asociación Bancaria, de Martha Juliana Silva de Ricaurte, Vicepresidente Jurídico-Secretario General y de Giselle Martínez, Directora del Departamento de Publicaciones de la Asociación Bancaria fueron definitivas. Los tres merecen, por consiguiente, un reconocimiento especial por su aporte y su ayuda.

Carlos Caballero Argáez
Editor



SESIÓN DE INSTALACIÓN

APERTURA ECONÓMICA Y REFORMA FINANCIERA: CONDICIONES PARA EL DESARROLLO ECONÓMICO

Carlos Caballero Argáez

Es especialmente honroso y significativo para mí, como persona, como profesional, y como Presidente de la Asociación Bancaria de Colombia, dar inicio a las deliberaciones de un nuevo Simposio sobre Mercado de Capitales. Para quienes durante casi dos décadas hemos estado vinculados en una u otra forma con la discusión económica en el país y, en particular, con el análisis de las relaciones entre el sector financiero y el desarrollo económico, esta reunión —el “Simposio” como se le llamaba familiarmente entre economistas y autoridades en los años setentas— constituye el foro académico por excelencia para estudiar la problemática de fondo del sistema financiero colombiano. De ahí que un gran reto para mí, como Presidente de la Asociación, era el de volver a organizar los simposios. Con mucha mayor razón ahora, cuando al finalizar la década de los ochenta hay una necesidad tan grande de dejar a un lado —así sea por 48 horas— la preocupación por los agobiantes problemas del día a día y detenerse en una revisión cuidadosa de lo que ha vivido el sector financiero en los últimos quince años que sirva para mirar hacia el futuro, para prospectar el sistema financiero del año 2000.

Si en 1971, cuando se realizó el primero de estos Simposios, se justificaba plenamente intensificar esfuerzos para lograr una mayor tasa de ahorro en la economía con el fin de garantizar un incremento sostenido de la producción y del ingreso —razón por la cual economistas y políticos volvieron su mente y sus ojos hacia el mercado de capitales— al término de los años ochentas, casi veinte años más tarde, y después del complejo proceso de auge y crisis del sistema financiero, esa justificación es todavía más evidente. Todos los estudios recientes, sin distinciones de posición partidista o de escuela de pensamiento de sus autores, recaban en la necesidad de elevar las tasas de ahorro y de inversión en la economía colombiana para acelerar el crecimiento y dar un salto hacia adelante en materia de desarrollo. Se percibe, por lo mismo, una cierta frustración de no haber

avanzado lo suficiente, a pesar de los esfuerzos realizados, en el estímulo a la generación de ahorro público y privado y en el diseño de una estructura eficiente de canalización de dicho ahorro hacia la inversión productiva. De ahí los temas a tratar en este Simposio. El énfasis en desmenuzar las tendencias de largo plazo; en detectar si el manejo económico ha redundado en la situación presente; en el análisis de las posibilidades para allegar más recursos de ahorro (a través de cambios tributarios o de nuevas formas de inversión extranjera); y en detectar los obstáculos y las posibilidades para el avance del negocio financiero en el país de tal manera que, al remover los unos y aprovechar las otras, se haga más eficaz la canalización del ahorro hacia la inversión.

Es claro que dar un salto hacia adelante y transitar a un nuevo estudio de desarrollo no puede lograrse efectuando exclusivamente modificaciones en la operación del mercado de capitales y del sistema financiero. Esos cambios constituyen una condición necesaria en la búsqueda de ese fin, pero no una condición suficiente. El análisis de las experiencias pasadas en países en los cuales se llevaron a cabo ejercicios de reforma financiera señalan que solamente en un ambiente macroeconómico estable —es decir en situaciones de inflación controlada y de equilibrio externo y fiscal— se ha tenido éxito en procesos de liberalización financiera. De esta forma el sector financiero requiere un manejo económico ortodoxo y cuidadoso para su progreso y para estar, a su vez, en capacidad de impulsar el avance de la economía en su conjunto. El diseño adecuado de la política económica de corto plazo sería, entonces, la otra condición necesaria para impulsar el crecimiento y el desarrollo.

Satisfacer esta última condición, la de una política macroeconómica adecuada, me lleva a un aspecto en el cual quiero hacer especial énfasis en esta oportunidad. No es otro que el de la dimensión internacional de esa política y, en general, de la estrategia de desarrollo. Porque ocurre que el mundo se encuentra en un vertiginoso proceso de cambio económico sustentado, cada vez más, en los fundamentos del capitalismo y pareciera como si en Colombia no hubiéramos tomado conciencia de lo que sucede a nuestro alrededor. Ese cambio ha hecho que los países con estrategias de desarrollo orientadas “hacia afuera” y en los cuales, además, se permite que el mercado funcione y que el sector privado realice su actividad en un ambiente de libertad, registren excelentes resultados económicos, creando circunstancias favorables para el ahorro, la inversión y el crecimiento. Es hora, entonces, de que en Colombia se comprenda que una

política de apertura económica en todo sentido, de confianza en el mercado y en el sector privado, es la que va a permitir generar ese ambiente macroeconómico estable dentro del cual se desenvuelva aceleradamente el sistema financiero. Puesto en otros términos, si la economía colombiana no se abre al exterior, si no exportamos agresivamente, si no se facilita importar, si no recibimos inversión extranjera, si no competimos con el exterior, si no estimulamos al sector productivo para que compita internacionalmente, si no pensamos en grande y en que somos el centro del mundo sino una parte pequeña que no puede funcionar aisladamente, no vamos a tener una economía en expansión y, por consiguiente no vamos, jamás a tener un mercado de capitales grande y un sector financiero fuerte. Hay que hacer una Perestroika al derecho y no al “revés” como la que muchos, si no la mayoría de los políticos colombianos tienen en mente.

Es muy satisfactorio que sea el Ministro de Hacienda quien instale formalmente este Simposio. Con el doctor Alarcón es más lo que nos une que lo que nos separa así muchas veces la opinión pública —o incluso individualmente los dos— piensen o pensemos lo contrario. No me cansaré de repetir, hasta el cansancio, que el sector financiero es el primer beneficiario de una política de estabilización monetaria y de mantener bajo control la inflación. Así que los comentarios de la Asociación están orientados, las más de las veces, a llamar la atención sobre la necesidad de esa ortodoxia en el manejo económico; más aún cuando se sabe de las presiones que enfrentan los gobiernos para lanzarse por la vía del gasto público desaforado y de los controles en exceso, que resulta en un espejismo inicial del bienestar y, al corto tiempo, en las frustraciones que trae consigo una crisis económica generalizada.

Parte de la satisfacción personal de estar aquí, esta noche, es la de tener con nosotros al Licenciado Leopoldo Solís quien muy gentilmente aceptó la invitación que le formulara para dirigirse a este Simposio. El licenciado Solís es el “Economista” de México y uno de los muchos aportes de ese gran país a América Latina. Vino al Primer Simposio sobre Mercado de Capitales y presentó un documento titulado “El Desarrollo Financiero y la Estructura de la Economía —El Caso de México”. Por estas razones, y muchas otras, Leopoldo Solís es la persona indicada para poner en perspectiva el proceso de desarrollo financiero en un país como México y para dejar en nuestras mentes reflexiones e ideas sobre la forma en la cual el sector financiero puede contribuir a impulsar el avance económico y social en una economía colombiana.

Todos los conferencistas y comentaristas en este Simposio merecen el profundo agradecimiento mio y de la Asociación Bancaria. Es difícil reunir un conjunto de personas más sobresalientes. Académicos de primera línea del exterior y del país. Ex-ministros y ex-funcionarios gubernamentales con trayectorias notables de contribución a sus disciplinas profesionales y de servicio al país. Consultores de renombre nacional e internacional. Ejecutivos exitosos en el sector privado. El señor Gerente del Banco de la República y los Asesores de la Junta Monetaria. ¿Qué más puede pedirse?

Antes de escuchar al Señor Ministro de Hacienda quiero agradecer a todos ustedes su asistencia a este acto y al Simposio. Quiero también agradecer la colaboración de la Corporación Financiera del Valle, el Banco de Occidente y Carvajal y Cia., por hacer posible la realización de este evento. Creo sinceramente que el país requiere, urgentemente, hacer un alto en el camino y otear el horizonte más lejano, y que ello sólo es posible si se conjugan muchas voluntades y muchos esfuerzos individuales. Eso es lo que hemos tratado de hacer al convocar esta reunión.

PALABRAS DEL DR. LUIS FERNANDO ALARCÓN MANTILLA. MINISTRO DE HACIENDA

La realización de un nuevo Simposio sobre Mercado de Capitales es un hecho que despierta razonadas expectativas en los medios académicos y financieros. Con este certamen, y ojalá con otros semejantes en los años venideros, se pone en marcha nuevamente un fecundo proceso de estudio y búsqueda de alternativas, que en el pasado fué de gran utilidad para el país.

LOS APORTES DE LOS SIMPOSIOS PASADOS

El primer Simposio, organizado por el Gobierno Nacional y el Banco de la República en 1971, se desarrolló dentro de un ambiente de gran responsabilidad, con cierto sentido de urgencia por la magnitud de los problemas y la necesidad de encontrar rápidamente sus soluciones. El diagnóstico de esos años señalaba que las reformas cambiarias de los años sesenta estaban solucionando eficazmente la restricción externa al crecimiento y, que por lo tanto, los esfuerzos debían volcarse a atacar la llamada brecha interna, rompiendo los obstáculos a la generación de ahorro y buscando su orientación hacia la financiación de la inversión productiva.

Desde ese momento, el Simposio del Mercado de Capitales se convirtió en un importante foro de reflexión y examen de la actividad financiera y monetaria del país. En forma simultánea, y en un rico proceso dinámico, el primitivo sector financiero que se había heredado de los años cincuenta y sesenta comenzó a derrumbarse para dar paso a uno nuevo: se multiplicaron los intermediarios; se diversificaron los instrumentos de captación y colocación; las redes financieras se extendieron por la geografía nacional y enlazaron a toda la economía; se separó el crédito institucional de los recursos del Banco Central; la tecnología del sector avanzó. Para usar un término de la época, se dió una clara etapa de profundización financiera.

Revisar las memorias de los primeros simposios es como ojear un álbum viejo, donde se reencuentran los orígenes de muchas cosas que hoy son nuestras y que en su momento llegaron con grandes discusiones, resistencias y dificultades. Así, por ejemplo, las ponencias de la época planteaban la necesidad del desarrollo de las OMAS, como un elemento indispensable para el manejo monetario; la importancia de las tasas de interés flexibles, con niveles reales positivos y el desarrollo, racionalización y ampliación de los mercados de capitales, entre otros. Al leer los trabajos presentados en los años 71 o 73, todas estas ideas aparecen revestidas del brillo de lo novedoso: tenían el sello de la audacia y no carecían de contradictores.

Los simposios propiciaron el que las mejores mentes del país pensarán en los temas importantes del momento. Al respecto, es interesante encontrar que muchos de los asistentes a los primeros simposios van a participar en éste que hoy empieza. El primer simposio, diecisiete años atrás, estuvo coordinado por Miguel Urrutia y entre los primeros ponentes se encontraban Eduardo Sarmiento, Guillermo Perry, Manuel Martínez, Roberto Junguito, Juan Carlos Jaramillo, Luis Guillermo Soto, Alvaro Velázquez y Luis Alberto Zuleta. Entre los extranjeros se hallaban el Licenciado Solís, nuestro ilustre visitante, el profesor Edward Shaw y el economista Alberto Roque Musalem. Desde el segundo Simposio en 1973 se vincularon personas como Francisco Ortega, entonces Asesor de la Junta Monetaria, Carlos Rodado, Hernando Gómez Otálora y Gabriel Rosas. Sería interminable mencionar los participantes de los siguientes simposios.

Las ideas y los participantes de los simposios fueron jóvenes. Su posterior avance por los espacios de la política económica ha tenido innegables y benéficas repercusiones sobre la realidad del país. Cuando se reinician los simposios quiero señalar, sin temor a equivocarme, que su éxito se garantizará si alcanzan la fuerza renovadora de sus primeros días. Así, el certamen será una vez más un catalizador de pensamientos y de gentes transformadoras, indispensables para las tareas del desarrollo y el crecimiento.

Los resultados palpables de los simposios nos dan la razón a quienes creemos con confianza en la fuerza de las ideas sobre el diseño de la política económica, muchas veces en clara confrontación con la influencia de los intereses particulares. En efecto, al cierre de los años ochenta, percibimos que muchas cosas que se recomendaron en ese fértil escenario se llevaron a la práctica. Sus ventajas, dificultades y limitaciones también las hemos aprendido con la experiencia. Algunas no tenían las bondades que se predijeron en su momento. Otras, la gran mayoría, han cumplido su cometido.

En estos años hemos visto la liberación y flexibilización de las tasas de interés; se han alcanzado tasas de interés reales positivas, a veces más altas que las que soñaron quienes combatían la "represión financiera"; se han controlado temporalmente las tasas, sólo para acelerar su descenso, cuando han existido las condiciones económicas para hacerlo; se han desarrollado y ampliado las OMAS; se ha mejorado el manejo de las inversiones forzosas, elevando su rentabilidad y disminuyendo su peso para los bancos, y el mercado en general.

La experiencia también nos ha convencido de que las reformas específicas al sector financiero no son condiciones suficientes para su salud y para la generación sostenida del ahorro y el crecimiento económico. La influencia de un entorno macroeconómico adecuado y estable es la precondición indispensable y su carencia puede frustrar los esfuerzos aislados en cualquier sector de la economía. Por ello creemos que además de las medidas específicas que hemos tomado para el fortalecimiento del sector, nuestro mayor aporte ha sido el sostenimiento de una economía dinámica y equilibrada, creciendo sostenidamente por tres años consecutivos.

LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE

No podría dejar pasar esta oportunidad sin recordar algunos eventos de este año, que por su importancia merecen destacarse en forma separada, como puntos de referencia de cualquier análisis hacia el futuro. Quiero referirme muy brevemente al déficit fiscal, al manejo monetario, a las dificultades de la lucha anti-inflacionaria y al control de las tasas de interés.

El déficit fiscal se ha mantenido en niveles moderados en 1988, aún por debajo de lo previsto en el programa de este año, hecho que ha sido muy saludable para el sector financiero y, en general, para toda la economía. Los últimos estimativos muestran que pese a los menores ingresos de ECOPETROL, producto de la caída en los precios internacionales y la acción terrorista, el déficit del sector público consolidado estará por debajo del 3% del PIB, porcentaje muy aceptable aún para países desarrollados. La reducción del déficit es más acentuada en el sector central, el cual va a ser contraccionista en el Banco de la República en casi \$50.000 millones, después de que inicialmente se estimó una pequeña expansión.

Esta evolución favorable es la que ha permitido la baja de encajes de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda en 2 puntos y de los bancos en 4 puntos, hecho sin precedentes en la historia monetaria reciente, con un efecto notable sobre la rentabilidad de las instituciones financieras. Además, la evolución fiscal ha permitido que las captaciones de títulos del

Banco de la República en OMAS se reduzcan en \$50.000 millones en este año, o sea una suma equivalente a más de siete puntos de la base monetaria. Quienes estudian seriamente estas cifras, en lugar de hallar el "crowding out" que algunos señalan, advierten la existencia de un "crowding in".

Otro fenómeno muy importante de este año fueron los cambios en las preferencias del público, en forma atípica e inesperada, que alteraron la composición normal de los pasivos del sector financiero. Tanto las medidas de reglamentación tributaria de comienzos de año como el establecimiento de un seguro de depósito, ambas plenamente justificadas desde el punto de vista fiscal y financiero, indujeron en alguna medida una mayor preferencia por el efectivo y por los instrumentos financieros sin regulación, en contra de las cuentas corrientes y otros depósitos semejantes.

Estos eventos indeseables, a los cuales hemos tenido que acomodarnos, se facilitaron en buena medida por el análisis apresurado, exaltado y tremendista, mucha veces interesado, por parte de algunos medios y no pocos especialistas. Esta experiencia muestra con claridad la necesidad de análisis objetivos y técnicos como los de los Simposios del Mercado de Capitales, que orienten integralmente a la opinión pública y a los observadores acerca de los temas que le interesan a toda la sociedad.

Una de las mayores controversias de este año fué alrededor del establecimiento del seguro de depósito, con primas para los ahorradores y para las entidades financieras, con el cual se quiso dotar de recursos no inflacionarios al Fondo de Garantías, para cumplir con sus funciones de saneamiento del sector financiero. Infortunadamente este tema, eminentemente técnico, plagado de implicaciones económicas y sujeto a claras restricciones legales, se discutió en un tono acalorado y con frecuencia bastante ligero. Estoy convencido de que si esa decisión hubiera sido precedida por detenidas discusiones como los de estos simposios, el proceso de elaboración mental, por parte de analistas imparciales, partiendo de premisas objetivas, habría conducido, con seguridad, a recomendar medidas semejantes a las que adoptamos en el Fondo de Garantías.

El tema del Fondo de Garantías sirve para ilustrar algunas dificultades de la lucha anti-inflacionaria. Cuando ocurre un brote inflacionario como el de comienzos de año, se plantea un hecho de fácil aceptación: la inflación debe combatirse porque es un grave mal público. Igualmente se recomienda la reducción del déficit fiscal y el control de la oferta de dinero. Sin embargo, las discrepancias y las incongruencias aparecen cuando esas políticas toman formas concretas y afectan a algunos agentes. Así, por ejemplo, después de recomendar el control de la inflación se ataca el seguro de depósito que es precisamente la manera de evitar que el Fondo

de Garantías reciba recursos primarios y contribuya así al proceso inflacionario. Igualmente, cuando se sienten los efectos de las medidas orientadas a evitar el alza sostenida de los precios, se combaten las políticas monetarias y fiscales porque supuestamente está asfixiando a la economía y, en consecuencia, se pide un mayor gasto de la Tesorería para financiar la economía.

Uno de los indicios que tenemos de que no estamos equivocados consiste en que se nos ataca en forma simultánea, y a veces por los mismos analistas, por generar un supuesto desorden fiscal y por ser monetaristas y excesivamente contraccionistas. Insisto en que en estas áreas se requiere de mayor reflexión, objetividad y ordenamiento de las ideas. Foros como éste, están llamados a hacer claridad sobre estos temas y a examinarlos en forma técnica y desinteresada.

El monto de los recursos de que dispone el sector financiero para incrementar el volumen de sus préstamos depende en forma primordial de la evolución del ahorro privado y no de la emisión primaria. Esta fué una de las conquistas de nuestra economía en la década de los setenta y una de las insistentes recomendaciones de los primeros simposios. Por ello, si los recursos prestables son escasos, debemos analizar lo que está sucediendo con el ahorro financiero y proponer soluciones adecuadas, en lugar de volver la mirada y las esperanzas hacia las prensas del banco emisor. El nivel de las tasas reales de interés, la aparición de nuevos instrumentos de captación, los flujos de ahorro externo, así como los cambios en el ingreso disponible y en la propensión a consumir deben ser los elementos que deben estudiarse con atención cuando se detecta, como ha sucedido en estos meses, un lento crecimiento de los pasivos del sector. De otra forma se estará cayendo en la inconsistencia de exigir simultáneamente una política anti-inflacionaria junto con una política expansiva para aumentar los fondos prestables. Esta intermitente inconsistencia es el verdadero proceso de pare y siga que hemos observado en estos meses.

Con estas anotaciones sobre la liquidez en la economía nos acercamos al tema del desarrollo de la política monetaria en este año. En este campo también las ideas son muy claras y los objetivos están plenamente definidos. La meta monetaria consiste en permitir un crecimiento anual de los medios de pago entre 26 y 28% anual, en línea con el aumento de la demanda de dinero, que considera las necesidades de liquidez de una economía creciendo entre 4.5% y 5% anual, y el objetivo de reducir el crecimiento de los precios.

Las cifras promedios del año muestran que la cantidad de dinero ha evolucionado efectivamente dentro de este rango, a partir del primer trimestre del año cuando se superó el exceso de liquidez observado a finales

de 1987. En los últimos meses se han presentado crecimientos por debajo del 26%, a causa de la menor preferencia del público por cuentas corrientes; y también por el menor déficit público, causado por ingresos fiscales muy superiores a los previstos inicialmente, y por la mejoría del FAVI. Estos hechos han dado lugar al "crowding in" que mencionamos antes: la baja de encajes y el descenso de las captaciones por OMAS; con estas medidas se ha reducido la emisión primaria a favor del Gobierno y se ha elevado la participación del sector privado en la generación de recursos del Banco de la República.

El control de tasas de interés, sugerido por varios voceros del sector financiero y recibido con beneplácito en esos medios, tuvo dos elementos centrales en su concepción. En primer término, se consideró que con la reducción de la inflación y de las expectativas inflacionarias estaban dadas las condiciones económicas para la reducción de las tasas nominales. Por lo tanto, la medida iba a acelerar un proceso que de todas formas se iba a dar por las fuerzas del mercado, aunque en forma más lenta. En segundo término, el control iba a ser temporal, ya que se aceptaba que cuanto más se prolongara en el tiempo, iba a ser menos eficiente, causando distorsiones indeseadas. Esta medida ha tenido la mayoría de los efectos buscados, aunque conocemos las dificultades que ha causado para algunos intermediarios, las cuales esperamos que se reduzcan con el descenso de la inflación en los próximos meses y la evolución prevista en el volumen de liquidez.

Por todos estos factores que hemos comentado, este ha sido un año turbulento, con grandes dificultades y cambios inesperados, dentro del cual ha sido necesario adaptar rápidamente los instrumentos disponibles a las necesidades de la economía. La naturaleza de estos cambios será, sin duda, un rico elemento de análisis para los economistas financieros y monetarios, que sin duda permitirá extraer grandes lecciones sobre el funcionamiento general de la economía y sobre las posibilidades de la política económica.

EL SIMPOSIO HACIA EL FUTURO

El rápido recuento de estos hechos de la coyuntura es conveniente para enfocar el análisis financiero de largo plazo, sobre las bases presentes de nuestra economía y en especial de nuestro sector financiero. A partir del inventario de la situación actual se deben estudiar los problemas que deben resolverse en los próximos años. En este campo queda mucho por hacer: persisten muchos problemas por resolver. Algunos antiguos, tan antiguos como el primer simposio, como es el tema de las inversiones

forzosas y la delimitación de los espacios financieros del sector público y privado; también, a pesar de todo el camino recorrido, es necesario continuar con el proceso de eliminación de restricciones para la asignación de recursos y la consolidación de los mercados de capitales. Al lado de estos temas, surgen otros como la vinculación internacional de nuestro sector financiero y del mercado de capitales; las nuevas concepciones de banca y su desarrollo tecnológico; la evolución de la financiación productiva por métodos novedosos y dinámicos.

Alrededor de la discusión de estos y otros temas, esperamos que hoy se active una vez más este formidable mecanismo de generación de diagnóstico, análisis y recomendaciones. Confiamos en que poseerán el vigor y la audacia que en su momento tuvieron las ideas de los primeros simposios. No resulta descabellado pensar que en el futuro sus resultados serán plasmados en políticas concretas. Esta será la medida de su éxito o su fracaso. Los altos estándares fijados por los simposios pasados son un estimulante desafío para todos los participantes.

Por la iniciativa de guiar esta apasionante aventura intelectual, en un momento especialmente significativo para el país, Carlos Caballero y la Asociación Bancaria de Colombia merecen nuestro reconocimiento.

Con gran optimismo sobre su éxito, declaro formalmente instalado el Simposio del Mercado de Capitales de 1988.

“EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO: 1960-1987”

Leopoldo Solís

Es para mí un honor que la Asociación Bancaria de Colombia me haya invitado a ser el ponente que reinicia el “Simposio sobre el Mercado de Capitales”, después de una interrupción de seis años. Esta interrupción me recuerda la anécdota de Fray Luis de León, quién, después de cinco años de cautiverio, reanudó su cátedra en la Universidad de Salamanca, con las palabras “Decíamos ayer”. A diferencia de León, resulta difícil para nosotros reestablecer este seminario con la misma frase.

El paréntesis que se abrió en 1982 y que hoy me toca cerrar, ha estado enmarcado en lo que hoy todo el mundo conoce como la crisis de la deuda. El anuncio por parte de las autoridades financieras mexicanas en el verano de ese año, de que no podían continuar con el servicio de la deuda, probó ser algo más que una crisis pasajera de liquidez. Si bien es cierto que no se han cumplido los pronósticos más pesimistas con respecto a la vulnerabilidad del sistema financiero internacional y que el tiempo que ha transcurrido desde el inicio de la crisis, ha permitido la acumulación de reservas contra pérdidas por parte de los bancos acreedores y la aparición de algunos mecanismos de alivio novedosos, queda claro que el costo en términos de crecimiento para los países endeudados ha sido sumamente elevado y que el problema está lejos de haber sido resuelto.

Actualmente, existe un consenso creciente acerca de lo insostenible que resulta la transferencia de recursos que nuestra región hace al exterior para continuar sirviendo la deuda. Así mismo, las experiencias de los procesos de liberalización económica llevados a cabo por varios países de nuestra región a finales de los setenta, han dejado importantes lecciones, de forma tal que las opiniones entre los economistas con respecto al grado, orden y velocidad de la liberalización económica ya no sean tan categóricas y unánimes como lo eran hace una década. En los ochenta se han presenciado también los esfuerzos heterodoxos de estabilización económica.

Los temas que se podrían abordar para llenar el hueco de seis años son muy vastos. Yo quisiera aprovechar la ocasión para revisar con ustedes someramente, los cambios más importantes que se han registrado en el sistema financiero mexicano durante las últimas décadas y, con base en esta revisión, tratar de obtener algunas conclusiones.

EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO: 1960-1987

El comportamiento de la economía mexicana durante los casi treinta años comprendidos entre 1960 y 1988 se puede subdividir en tres períodos.

Durante toda la década de los sesenta y hasta 1971, la economía Mexicana se caracterizó por un gran dinamismo del producto y estabilidad de precios. La tasa anual del crecimiento promedió más de 7 por ciento, mientras que la inflación fue menor al 4 por ciento.

Los siguientes diez años que concluyen en 1982 con la crisis de la deuda, registraron una tasa de crecimiento ligeramente menor (6.67 por ciento anual), con una inflación sustancialmente más alta: 20.5 por ciento anual en promedio.

Finalmente, los problemas y distorsiones acumulados hasta 1982 y la manifestación de la crisis de la deuda se tradujeron en que el período 1983-87 haya sido uno de ausencia de crecimiento económico con la inflación más elevada de la historia reciente de México, casi 80 por ciento (79.3 por ciento).

En lo que toca al comportamiento del sistema financiero, el primero de estos períodos se caracterizó por un acelerado proceso de profundización. De 1960 a 1972, el saldo promedio del agregado monetario más amplio (M5) como proporción del PIB creció ininterrumpidamente: de 18.7 por ciento en 1960 llegó a 33.2 por ciento doce años más tarde.

A partir de 1972 se inicia un período de franca desintermediación financiera que culmina con la crisis de 1976, año en que se abandona la paridad que el peso mexicano había mantenido con respecto al dólar por más de dos décadas. En el transcurso de sólo cinco años la profundización financiera de la economía mexicana cayó más de nueve puntos porcentuales, para llegar a 23.8 por ciento en 1977, nivel similar al registrado once años antes. A partir de este mínimo absoluto se inicia otro lustro caracterizado por fuertes fluctuaciones, que culmina en 1982 con la crisis financiera más profunda de la historia moderna de México. Como resultado de la política cambiaria adoptada hasta principios de ese año y las altas tasas de inflación registradas, el tipo de cambio real presentaba un margen de

sobrevaluación superior al 50 por ciento. La percepción por parte del público de que la paridad cambiaria era insostenible, dió lugar a fugas masivas de capital. La nacionalización bancaria y adopción de un control de cambios generalizado en septiembre de ese año agudizaron los problemas. El peso mexicano acabó con una depreciación de más de 450 por ciento con respecto a diciembre de 1981, y el sistema financiero presenció un agudo proceso de desintermediación.

Aunque desde entonces se ha registrado cierta recuperación, la relación M5 a PIB, todavía no alcanza el nivel que tenía a principios de la década pasada. Durante 1987 dicho coeficiente fue de 27.5 por ciento. Es decir, será preciso que crezca en el equivalente a 5.5 puntos del producto solamente para regresar al nivel observado hace 18 años (Baquero 1988, p.4).

El comportamiento de la intermediación durante estas fases se explica en parte por las tasas de interés de los activos financieros denominados en pesos, y por la situación de las finanzas públicas.

El importante aumento de la intermediación financiera registrado durante 1960-72 estuvo claramente asociado a tasas de interés internas sistemáticamente superiores a las tasas de inflación y a los rendimientos de los activos financieros externos, así como a la estabilidad del tipo de cambio. El balance de fuentes y usos de recursos financieros internos para el período muestra, que durante esta etapa de profundización financiera, fue posible canalizar recursos crecientes al financiamiento tanto del sector público como privado y aún acumular reservas internacionales. Así, los usos de los recursos financieros totales como participación del PIB promediaron, entre 1960 y 1964, 20.06 por ciento y de este porcentaje 11.08 correspondió al sector privado y 6.0 por ciento al público. En la segunda mitad de este período, el coeficiente se había elevado a 27.4 por ciento, con 16.0 para el sector privado, 9.1 para el público y 2.3 para acumulación de reservas internacionales.

En los siguientes períodos se revierte esta tendencia. A partir de 1972, la necesidad creciente de recurrir al impuesto inflacionario para financiar un déficit fiscal en expansión se tradujo en tasas de interés reales negativas, así como las expectativas confirmadas por los hechos, de que a la larga la inversión en moneda extranjera era más rentable que la inversión en activos denominados en moneda nacional.

En lo que toca a las disponibilidades de recursos financieros, el cambio registrado entre la primera fase y la segunda es igualmente notable. Cuando M5 comenzó a disminuir, al mismo tiempo que aumentaban los requerimientos del sector público, el financiamiento al sector privado se redujo drásticamente y no fue posible aumentar las reservas internacionales.

En el período 1983-87 la restricción impuesta por la escasa disponibili-

dad de recursos —tanto internos como externos— hizo necesario contener el financiamiento interno total para propiciar la acumulación de reservas, al mismo tiempo que el sector público absorbía una porción creciente de la oferta interna de fondos prestables. La presión ejercida por este sector sobre la oferta interna de recursos financieros queda manifiesta en los siguientes indicadores: mientras que durante 1960-1971, el sector privado y el público absorbieron, respectivamente, el 57.61 y 31.93 por ciento del total, durante 1972-1982 los porcentajes correspondientes fueron de 52.3 y 40.82 por ciento. Para el último período (1983-87), el sector público ya constituye el principal demandante de recursos financieros: 53.6 por ciento del total contra 28.5 para el sector privado y 18 por ciento destinado a la acumulación de reservas (Baqueiro 1988, pp.4-5). Estas presiones sobre la liquidez del sistema financiero mexicano han ocasionado recientemente la aparición de mecanismos de intermediación, al margen de los canales tradicionales. Así, a pesar de las elevadas tasas reales que ha estado pagando el Gobierno sobre buena parte de la deuda pública interna (del orden del 3 por ciento real mensual), han aparecido préstamos extra-bursátiles a tasas aún más elevadas.

Por otra parte, el cambio en la composición de la demanda de recursos prestables ha estado acompañado también por una modificación importante en la estructura temporal de la captación financiera. La incertidumbre asociada a la inestabilidad macroeconómica de los últimos años en México, ha concentrado la demanda en activos financieros de plazos muy cortos. De acuerdo a cifras al cierre de junio del presente año el 84.7 por ciento de la capacitación bancaria se encontraba a plazos menores a 90 días. Si, adicionalmente, tenemos en cuenta que la colocación de Certificados de la Tesorería de la Federación, ha sido casi exclusivamente a 28 días, nos damos una idea de la excesiva liquidez del sistema financiero mexicano. Claramente, esta liquidez aumenta la vulnerabilidad del sistema ante cualquier choque y dificulta enormemente la tarea de intermediación financiera.

Otro de los fenómenos importantes que han tenido lugar en el sistema financiero mexicano a partir de la nacionalización bancaria de 1982, ha sido la importancia que han cobrado los intermediarios no bancarios. Como resultado de la necesidad de financiar un elevado déficit presupuestario mediante la colocación de deuda pública entre los ahorradores, y de la separación de las casas de bolsa de los bancos, las primeras han visto fortalecida su actividad.

Desde este punto de vista, los acontecimientos de 1982 fueron, sin habérselo propuesto, un catalizador positivo en la modernización del sistema financiero mexicano.

Como todos sabemos, en los países desarrollados, día con día resulta más difícil encuadrar en una sola definición a los intermediarios financieros. Los grandes bancos comerciales están sufriendo cambios importantes en su manera de operar, que hace cada vez más tenue la diferencia entre las transacciones bancarias y las realizadas por casas de bolsa y otros intermediarios financieros. Un fenómeno similar ha tenido lugar en mi país recientemente. La competencia creciente entre diversos tipos de intermediarios financieros, que en otras naciones se ha dado como consecuencia natural de su grado de desarrollo y de las políticas de liberalización recientes, en México se inicia a partir de la nacionalización bancaria de 1982.

El dinamismo mostrado por la actividad bursátil en México de 1982 a la fecha —a pesar del desplome de 1987— es notable. Si bien el movimiento de acciones continúa siendo una porción muy poco significativa de la actividad, pues el grueso de la misma está formado por la colocación de papel gubernamental, resulta evidente que los intermediarios no bancarios han demostrado gran imaginación y dinamismo durante los últimos años. Su creciente actividad se ha convertido en fuente importante de competencia para las Sociedades Nacionales de Crédito y lo seguirá siendo en los próximos años.

De este breve resumen que he presentado se pueden extraer algunos de los principales problemas y retos que enfrenta actualmente el sistema financiero de México. Estos son:

- a) Necesidad de aumentar el coeficiente de profundización financiera.
- b) Modificar la estructura temporal de la captación.
- c) Liberar recursos financieros para la inversión productiva.
- d) Diseñar una adecuada regulación del sistema financiero.

El tratamiento exhaustivo de cada uno de estos temas merecería una plática entera. Sin embargo, déjenme esbozar con ustedes algunas ideas al respecto.

CONSIDERACIONES FINALES

Como McKinnon ha insistido en señalar, existe una estrecha correlación entre el grado de profundización financiera y las tasas de crecimiento de una economía. El notable dinamismo de las economías asiáticas se ha visto acompañado no sólo por crecimientos acelerados en sus exportaciones, sino también por un fortalecimiento del ahorro interno y aumentos sustantivos en los coeficientes de intermediación financiera y, aunque uno podría discutir acerca del sentido de la casualidad entre crecimiento y ahorro financiero, existen argumentos convincentes con respecto a la

importancia de promover el segundo para fortalecer el primero (McKinnon 1984, p. 11).

El fomento del ahorro financiero a través del sistema bancario es particularmente importante en economías que —como las nuestras— cuentan todavía con mercados de capital relativamente pequeños, pues la captación bancaria constituye una de las fuentes primordiales de financiamiento para el inversionista.

Uno de los requisitos fundamentales para lograr fortalecer la intermediación bancaria es consolidar el proceso de estabilización que actualmente está teniendo lugar en México, y esto, a su vez requiere de finanzas públicas sanas. La recuperación del ahorro financiero dependerá en buena medida de que se erradique la necesidad de tener que recurrir al impuesto inflacionario para cerrar la brecha entre los egresos y los ingresos públicos. Un entorno macroeconómico estable permitirá no sólo extender los plazos de la captación, sino que también favorecerá la repatriación de capitales mexicanos que actualmente se encuentran depositados en el exterior.

Por otro lado, incluso siendo muy optimista con respecto a las posibilidades de lograr acuerdos exitosos con nuestros acreedores, es muy poco probable que en el futuro cercano se reestablezcan los flujos financieros hacia nuestros países a las tasas que fluyeron durante los setenta. Si bien la recuperación de una senda de crecimiento requerirá de una reducción de las transferencias al exterior asociadas con el servicio de la deuda, también es cierto que durante los próximos años habrá de hacerse un esfuerzo de ahorro interno importante.

Este esfuerzo de ahorro deberá fortalecer los canales tradicionales, al mismo tiempo que promueve el desarrollo de fuentes de capital de riesgo. El fomento de operaciones no bancarias de mercado abierto para acciones y bonos puede permitir complementar el capital aportado por los propietarios individuales. En la medida en que se desarrolle la intermediación no bancaria, uno podría esperar —como ha sucedido en otros países— que el sistema bancario comercial perdiera importancia relativa.

Sin embargo, al mismo tiempo que se plantea la necesidad de promover la intermediación financiera bancaria y no bancaria, surge el reto de cómo enfrentar la tarea de su regulación.

Carlos Díaz Alejandro (Díaz Alejandro, 1983) fue de los primeros observadores que, al analizar las experiencias de liberalización económica de la década pasada en algunos países de nuestra región, llamó la atención sobre las peculiaridades del sistema financiero. Hoy en día, incluso McKinnon, sugiere cautela en los procesos de desregulación de estos mercados.

El problema de mantener el control financiero es mucho más delicado de lo que los mismos proponentes de la liberalización financiera imaginaron en principio. Las experiencias de finales de los setenta y principios de los ochenta en Chile y Argentina son buenos ejemplos de por qué hay que proceder con prudencia en la liberalización. De igual forma, el desplome bursátil internacional, de octubre de 1987, hizo patentes los peligros inherentes a los mercados financieros, incluso aquellos de los países más desarrollados. La abundancia de casos, en distintas partes del mundo, donde ha habido abuso de información privilegiada subraya la necesidad de adoptar una regulación adecuada.

Las experiencias de los últimos años han hecho evidente que un proceso de liberalización exitosa no es cuestión de remover todas las regulaciones. Los problemas de información para el adecuado y oportuno monitoreo de las carteras de las instituciones financieras hacen indispensable la existencia de una entidad reguladora que sancione y vigile la solvencia de las instituciones. Sin embargo, el peligro opuesto no es menos importante: un aparato regulatorio demasiado conservador y discrecional fácilmente puede reprimir el desarrollo del sector financiero, limitando la entrada de nuevos agentes y otorgando rentas monopólicas a los existentes.

A estos retos habría que agregar, entre otros, el debate dentro del GATT acerca de la liberalización del sector servicios, incluyendo el financiero y la necesidad de que nuestros países definan sus posturas al respecto.

Como podemos ver, hay mucho por hacer en lo que toca a la reflexión del sector financiero de nuestros países. Por ello, me congratulo que la Asociación Bancaria de Colombia haya decidido reanudar su "Simposio Anual sobre el Mercado de Capitales". Seguramente, constituirá un foro fértil para la discusión en torno a estos temas. Me siento muy honrado de echarlo a andar nuevamente.

Mucho éxito y muchas gracias.

BIBLIOGRAFÍA

- Baqueiro, Armando. *El Marco Favorable para la Recuperación de la Inversión*, Documento presentado en la Reunión sobre Restricciones Macroeconómicas Internas, organizada por el Instituto de Estudios Políticos, Económicos y Sociales del Partido Revolucionario Institucional, México, 1988.
- Díaz Alejandro, Carlos F. *Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash*, Mimeo, 1983.
- McKinnon, Ronald. *Pacific Growth and Financial Interdependence: An overview of Bank Regulation and Monetary Control*, Australia - Japan Research Centre, Research Paper No. 117, 1984.
- McKinnon, Ronald. *Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies in LDCS.*, Mimeo, 1986.
- McKinnon, Ronald. *Monetary Stabilization in LDCS and The International Capital Market.*, Mimeo, 1986.

PRIMERA SESIÓN

EVOLUCIÓN, SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVA DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA

Santiago Herrera *

INTRODUCCIÓN

Muchas de las dificultades por las cuales ha atravesado el sector financiero y el de la producción real en los últimos años se atribuyen a la llamada "liberación financiera". Por esta razón se consideró conveniente en este trabajo hacer un recuento de lo que han sido los objetivos de la política financiera, la forma como esta se ha llevado a cabo y las razones por las cuales se han adoptado determinadas estrategias de política.

La hipótesis central del trabajo es que el logro de los objetivos de la política financiera se ha visto limitado por dos tipos de factores: unos relacionados con el mercado de capitales y la política financiera misma, y otros referentes al manejo de la política macroeconómica en su conjunto.

Siguiendo este orden de ideas, el presente documento se dividió en dos partes. En la primera se expone una descripción de los lineamientos generales de la política financiera, y veremos cómo su orientación se ha basado en la relación existente entre el desarrollo financiero y el desarrollo económico. Puesto que los intermediarios financieros y el mercado de capitales producen servicios reales, principalmente de recolección y análisis de información, y de reducción de costos de transacción entre los agentes, su evolución necesariamente debe aumentar la eficiencia del sistema económico. Dada esta relación, la política financiera se ha orientado a estimular el desarrollo del sector.

* SANTIAGO HERRERA es miembro del Grupo de Estudios del Departamento de Investigaciones Económicas. Las opiniones expresadas son responsabilidad exclusiva del autor y no representan la posición del Banco de la República. Agradezco comentarios de Hernando J. Gómez, Juan C. Jaramillo, Armando Montenegro, Fernando Montes, Sergio Clavijo y Marta Lee a una versión preliminar del documento. Igualmente estoy en deuda con Hernando Vargas y Pablo García por su colaboración en algunas etapas del trabajo.

El punto central de la primera parte es que el proceso de reforma financiera, iniciado desde la década pasada, ha sido más que una simple liberación de tasas de interés. Se ha buscado también reducir la financiación de actividades estatales con recursos de emisión y disminuir el costo que el sistema de encajes e inversiones obligatorias representa para los intermediarios. Dada la complejidad del proceso, ha tenido diversas interrupciones; se verá cómo algunos de los objetivos gradualmente se han ido alcanzando, mientras que en otros las metas deseadas aún están distantes.

En la segunda parte se analiza la coherencia de la política macroeconómica para alcanzar los objetivos de eficiencia en la asignación de recursos y generación de ahorro interno. Así, examinaremos las políticas fiscal, del sector externo y monetaria, y se verá que ha existido consistencia en el manejo macroeconómico durante algunos períodos claramente definidos, pero también se han presentado épocas en las cuales algunas de las variables, como el déficit fiscal o la tasa de cambio real se han desalineado de sus niveles deseados de equilibrio. La tesis principal en esta segunda parte es que la política económica, en conjunto, es la responsable de la asignación y de la generación de ahorro interno. Por esta razón, aunque la política financiera esté orientada a obtener determinados objetivos, su logro puede verse limitado por efectos colaterales que resultan de otras decisiones de política económica.

Finalmente se presentan las conclusiones del trabajo.

I. EL MERCADO DE CAPITALES Y LA ASIGNACIÓN DE RECURSOS

Es preciso empezar por definir qué se entiende por Mercado de Capitales, y como cualquier definición, es una tarea arbitraria; éste no es un problema nuevo pues en el Primer Simposio del Mercado de Capitales, el profesor Edward Shaw comenzó señalando este punto¹. Aquí adoptaremos una delimitación amplia del mercado, atribuyendo a éste aquellas transacciones efectuadas mediante un sistema institucional, que generan y transfieren activos financieros monetarios o no monetarios. En general, denominaremos a los productores de servicios en este mercado, intermediarios financieros. En una primera instancia podría pensarse que la función del mercado de capitales y de los intermediarios financieros es simplemente la de transferir recursos de un agente económico a otro. Así, en el contexto de un sistema de competencia perfecta, el mercado de capitales jugaría un papel importante en la asignación de recursos escasos ya existentes, pero las decisiones de manejo de portafolio de los intermediarios financieros serían irrelevantes para la obtención del equilibrio económico².

Sin embargo, dos requisitos fundamentales para el funcionamiento de un sistema competitivo no se cumplen en el caso del mercado de capitales: la ausencia de costos de transacción y el flujo perfecto de información. En esta forma, si se acepta la existencia de estas "imperfecciones", los intermediarios financieros adoptan un papel activo en la disminución de los costos de transacción y en la recolección y análisis de la información. En este escenario más realista, la intermediación financiera y el papel del mercado de capitales son esenciales en la determinación del equilibrio macroeconómico³.

Así, al mercado de capitales confluyen agentes económicos con necesidades y características diferentes; cada uno de ellos tiene un conjunto de información y una percepción del mundo distinta a la de los demás. Mientras más rápidamente y menos costosamente logre el mercado satisfacer las necesidades de los participantes, se obtendrá una economía más productiva. En esta forma, el funcionamiento del mercado de capitales tiene un impacto sobre el desarrollo económico y a su vez se verá afectado por políticas de carácter global. Esta sección se encuentra dividida en dos partes; en la primera se tratará en forma muy breve la relación entre el desarrollo financiero y económico; el punto central es que, dado que los intermediarios prestan un servicio real en la disminución y análisis de información, su desarrollo debe incrementar la eficiencia en la asignación de recursos. En esta relación esta centrada la justificación de la orientación de la política financiera llevada a cabo en los últimos años. En la segunda se verá alguna evidencia sobre la experiencia colombiana en su desarrollo financiero, y se harán algunos comentarios sobre la orientación de la política.

A. RELACION ENTRE EL DESARROLLO FINANCIERO Y EL DESARROLLO ECONÓMICO

La idea central en el esquema teórico sobre la relación entre el desarrollo financiero y desarrollo económico, es que el primero conduce a mayores niveles de desarrollo económico por una doble vía: de una parte, el desarrollo financiero debe producir un aumento en el volumen del ahorro disponible, y de otra, debe incrementar la eficiencia de la inversión. Veremos por separado estos dos puntos.

1. EL DESARROLLO FINANCIERO Y LA DISPONIBILIDAD DE AHORRO

De acuerdo con Lewis⁴, mientras mayor sea el número de instituciones en las cuales el individuo pueda ahorrar, será más factible que éste lo haga;

esto es razonable, en razón a que se reducen los costos de búsqueda. Igualmente, en la medida en que existan más activos financieros, mayor será la posibilidad de diversificar riesgo de los agentes económicos, y por ello estarán más dispuestos a ahorrar.

La literatura de la década de los setenta identificó la "represión" financiera como un obstáculo para el ahorro, puesto que las tasas de interés reales negativas características de estas economías reprimidas no estimulan a los agentes a posponer el consumo⁵. La primera recomendación que naturalmente surgía era la de elevar las tasas reales de interés para así inducir a los agentes a ahorrar más, dado que una de las características comunes a la mayor parte de los países con economías reprimidas financieras era la existencia de controles administrativos a las tasas nominales de interés; la ruta que normalmente se escogía para subir las tasas reales era la eliminación de dichos controles.

La adopción de esta estrategia para elevar las tasas reales de interés merece varios comentarios. En primer lugar, puesto que esta tasa también puede incrementarse vía una reducción de la inflación, al escoger la eliminación de los controles como el mecanismo para lograr el objetivo, se ponía de presente la incapacidad de la autoridad monetaria, o su deseo de no comprometerse, para controlar el crecimiento de los precios.

En segundo lugar, la elevación de la tasa real de interés no necesariamente conduce a un aumento en el ahorro total de la economía, pues puede llevarse a cabo una transferencia de recursos del mercado extrabancario (que no estaba originalmente controlado) hacia el sistema financiero institucional en respuesta al incremento en las tasas de interés ofrecidas por este último⁶. A pesar de que el ahorro no cambia, la economía puede beneficiarse de esta transferencia de recursos dependiendo de la eficiencia relativa del sistema institucional y del riesgo relativo de sus operaciones.

En tercer lugar, debe notarse que los controles son apenas un elemento de un conjunto más amplio de síntomas originados por la insuficiencia de recursos fiscales para financiar actividades específicas como son las operaciones de control monetario y de fomento de algunas actividades productivas. Otros de los síntomas de represión financiero son, por ejemplo, elevados niveles de encaje y de inversiones obligatorias de los intermediarios financieros, y la financiación del déficit fiscal o actividades propias del Estado con crédito del Emisor.

En esta forma, al imponer elevados niveles de encaje la autoridad monetaria se asegura un nivel mínimo de demanda de dinero base; igualmente evade el costo financiero explícito que el control monetario vía operaciones de mercado abierto implicaría⁷. Así mismo, mediante el sistema de inversiones forzosas la autoridad económica garantiza una demanda

mínima de bonos del Gobierno o de entidades públicas para financiar ciertas actividades.

Así, hemos visto en esta sección que si la autoridad económica desea impulsar el desarrollo financiero para incrementar la disponibilidad de ahorro, no basta con eliminar controles a las tasas de interés, sino que deben adoptarse medidas complementarias referentes al nivel de los encajes, de las inversiones obligatorias, y sobretodo, del financiamiento de actividades estatales con recursos de emisión.

2. EL DESARROLLO FINANCIERO Y LA EFICIENCIA EN LA ASIGNACION DE RECURSOS

El desarrollo financiero contribuye a una asignación más eficiente de los recursos por tres razones básicamente: primera, porque se reducen los costos de transacción de la economía y de los servicios que prestan los intermediarios financieros; segunda, porque se amplían las posibilidades de diversificar riesgos; y tercera, porque se unifican los diferentes mercados que se encuentran segmentados, facilitando el flujo de recursos entre diversos sectores de la economía.

a. Los Servicios que prestan los Intermediarios Financieros

Cuando un intermediario en el mercado de capitales capta recursos lo transfiere a otro agente, realiza un proceso en el cual recoge información de ambos participantes, los analiza, y finalmente sirve de puente entre ellos. Para hacer esta tarea eficientemente, el intermediario tiene que especializarse en ella, e invertir recursos para montar una infraestructura de recolección y análisis de información. Este es el papel de los intermediarios financieros en un mundo en el cual los agentes no tienen información perfecta y las transacciones son costosas⁸.

La labor de los bancos en el análisis de la información de sus clientes, específicamente, y el estudio del riesgo de los préstamos que hacen, ha sido señalada por Stiglitz⁹ como un mecanismo indispensable para reducir las ineficiencias que la información imperfecta induce en economías de mercado. *

La idea de Stiglitz es que, puesto que a los bancos les interesa recuperar los recursos que han prestado a una empresa, deben utilizar su capacidad de monitoría y vigilancia sobre los receptores de sus créditos para asegurarse que usen eficientemente los recursos. Si los bancos no cumplen eficientemente esta función, las empresas, especialmente las sociedades de responsabilidad limitada o aquellas firmas donde los administradores

no son sus mismos dueños, pueden verse incentivadas a incurrir en riesgo excesivo.

b. La Posibilidad de Diversificar Riesgo

El desarrollo financiero conlleva el surgimiento de nuevos intermediarios y de diferentes títulos y activos en los cuales el público puede ahorrar. En la medida en que se amplía la gama de opciones que tiene el individuo para invertir sus excesos de liquidez, mejor podrá éste adecuar su ingreso futuro a su patrón deseado de consumo futuro.

Puesto que el individuo no tiene certeza sobre la evolución de su ingreso futuro, ni sobre las eventualidades que puedan afectar el aparato productivo, éste debe pensar en la forma de asegurarse un nivel de consumo futuro, dadas sus expectativas de ocurrencia de estas eventualidades.

En esta forma, los contratos financieros se han ido desarrollando para permitir a los agentes diversificar su riesgo de tal manera que los contratos de futuros y opciones, que son de uso muy limitado en nuestro medio, son comunes en los países con mercados financieros desarrollados.

c. La Unificación de Mercados

El desarrollo financiero, en la medida en que implique una expansión geográfica de los servicios que prestan los intermediarios, puede contribuir a unificar mercados que estuvieran separados espacialmente. Igualmente, mientras el intermediario puede ofrecer mayor diversidad de productos al público, atraerá una mayor variedad de ahorradores lo cual incrementa la movilidad de recursos entre diferentes sectores de la economía. Si los recursos fluyen libremente entre los sectores, no deben observarse diferencias permanentes muy marcadas en sus rentabilidades. Por el contrario, si los recursos no circulan fácilmente entre los sectores, estas diferencias pueden ser pronunciadas y permanentes, obteniéndose como resultado que una parte de los recursos será más productiva y mejor remunerada que otras, sin que existan mecanismos automáticos que corrijan la situación. Esto hace que la productividad de los recursos no sea la máxima posible¹⁰.

Aunque no haya una oferta muy importante de recursos de largo plazo, la intermediación financiera puede jugar un papel crucial en la financiación de la inversión, al proveer a las empresas un mecanismo de ahorro de sus recursos; puesto que una parte considerable de la inversión puede ser auto financiada¹¹, existe una complementariedad intertemporal entre los depósitos en los intermediarios financieros y la inversión.

Así, en esta sección vimos como el desarrollo financiero conduce a una mejor asignación de los recursos, principalmente debido a que unifican mercados segmentados, a que amplían las posibilidades de diversificar riesgos de los agentes económicos, y a la mejor asignación de los recursos, y a la mejor selección de riesgos que debe producir el progreso de los servicios de análisis de información que prestan los intermediarios financieros. Este hecho, junto con la mayor disponibilidad de ahorro que puede estimular el desarrollo financiero, justifica la orientación de la política financiera en el país durante los últimos años. En la siguiente sección veremos los lineamientos centrales de esta política, y alguna evidencia empírica sobre el desarrollo financiero en Colombia.

B. EL DESARROLLO FINANCIERO EN COLOMBIA

En esta sección se verá, de acuerdo con las ideas expresadas hasta el momento, cuál ha sido la experiencia colombiana en lo que al desarrollo financiero se refiere. En primer lugar haremos unos breves comentarios sobre la orientación general de la política financiera, y veremos cómo se ha mantenido la política iniciada en el primer quinquenio de los años setenta, aunque sin la continuidad que hubiera sido deseable. En segundo término examinaremos alguna evidencia sobre la relación entre desarrollo económico y desarrollo financiero en el país.

1. ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA FINANCIERA

En esta sección se verá, en forma muy general, la orientación de la política financiera y se remite al lector deseoso de conocer los detalles a otros escritos¹². Dos puntos que servirán de hilo conductor a lo largo de esta sección, se quieren resaltar: el primero es que la continuidad de la política financiera no ha sido la deseada en razón a las interrupciones, unas de tipo transitorio y otras más permanentes; y segundo, que el objetivo no ha sido una eliminación total de los controles a los intermediarios ni una ausencia completa del Estado en la asignación de recursos¹³.

Dadas las imperfecciones del mercado y la distribución tan desigual del ingreso en Colombia, sería utópico pretender que el mercado fuera el único mecanismo de asignación de recursos. Por esta razón, la flexibilización gradual de los controles sobre el sistema financiero, acompañada de medidas orientadas a eliminar y a reducir el efecto de las imperfecciones, ha sido la orientación de la política financiera, con el propósito adicional de mejorar la eficiencia de la política monetaria en el control de la liquidez de la economía.

CUADRO 1
INDICADORES DE LA ORIENTACION DE
LA POLITICA FINANCIERA

Año	Encaje / Captaciones 1 / %	Inversiones Obligatorias / Captaciones %	Crédito Real del Banco de la República A Fondos Financieros 2 / (Millones de \$ de 1978)	Crédito Real del Banco de la República a Intermediarios Financ. 3 / (Millones de \$ de 1978)
1970	38.0	15.3	1.427	n.d.
1971	35.2	15.5	6.908	15.008
1972	36.6	15.0	7.256	12.340
1973	40.7	17.3	9.213	17.883
1974	37.3	23.8	4.982	19.801
1975	37.0	20.7	5.137	16.272
1976	38.5	17.9	4.967	12.620
1977	44.4	17.1	5.453	18.237
1978	47.2	15.8	8.896	15.663
1979	49.9	14.3	5.634	12.881
1980	41.6	11.7	-427	7.849
1981	38.5	10.3	-3.545	7.512
1982	36.3	10.5	-3.117	9.504
1983	31.0	12.0	-5.767	16.998
1984	30.3	10.7	-3.818	17.460
1985	29.5	9.6	-945	17.127
1986	32.3	8.7	-2.600	11.938
1987	31.2	8.4	-1.983	8.371
1988	30.9*	8.7*	-2.661**	6.710**

* Datos a Abril.

** Datos a Junio.

- 1 / Encaje = Inversiones del Encaje y Reserva Bancaria. Las inversiones del encaje comprenden la totalidad de las cédulas y bonos del BCH.
Captaciones = DCC + CDT + Depósitos de Ahorro.
- 2 / Corresponde a la diferencia del promedio anual de Financiamiento y Disponibilidades de los Fondos, deflactada por el promedio del IPC, diciembre de 1978 = 100.
- 3 / Corresponde al crédito bruto a bancos comerciales más los préstamos y descuentos del Banco de la República a las corporaciones financieras, deflactado por el promedio anual del IPC diciembre 1978 = 100.

La Reforma Financiera de los años setenta, además de eliminar los controles sobre algunas de las operaciones activas¹⁴, buscó reducir el papel del Banco de la República como fuente permanente de financiamiento de actividades de los bancos comerciales y de los Fondos Financieros (Cuadro 1). Para compensar a los bancos, se les permitió captar más recursos del mercado¹⁵; en esta forma, mientras en el período 1971-1974 el crédito real del Banco de la República a los intermediarios creció, en promedio, un 13% anual, entre 1975 y 1980 se redujo a una tasa promedio del 11% anual.

Sobre el proceso de reforma financiera, que ha continuado durante la presente década, deben resaltarse varios puntos. Primero, aunque el financiamiento de las actividades de fomento con recursos de emisión se mantuvo dentro de ciertos límites, éste no se eliminó sino hasta 1980¹⁶. Segundo, a pesar de que existían elevados niveles de encaje, desde 1976 se registró un incremento sustancial en estas tasas para controlar la expansión monetaria originada por la bonanza cafetera de esos años. Así, aunque durante la presente década se ha llevado a cabo una reducción en la tasa de encaje, su nivel no es muy diferente del prevaleciente en 1974.

En tercer lugar, en 1979, cuando el encaje promedio de los bancos estaba en niveles cercanos al 50% (cuadro 1), se presentó una entrada de capital por motivos puramente especulativos¹⁷. Puesto que la autoridad monetaria consideró que el encaje ya era suficientemente elevado¹⁸, y que era conveniente continuar con la política financiera iniciada años atrás, decidió recurrir a las Operaciones de Mercado Abierto para evitar el desborde monetario. Así se liberaron entonces las tasas de captación de los CDT de los intermediarios financieros para que éstos pudieran competir con el Banco de la República en el mercado de captación. Esta libertad en la fijación de los precios de captación de los intermediarios ha sido suspendida en dos ocasiones en los últimos años, como veremos más adelante.

Por último, la disminución de la importancia relativa del crédito a los intermediarios, que había sido un proceso más o menos continuo hasta 1981, se vio interrumpido, especialmente de 1983 a 1985, a raíz de la crisis por la cual atravesó el sector. Debe notarse que en ninguno de los peores años de la crisis de esta década alcanzó el crédito real los niveles observados en 1973 y 1974.

Los factores señalados en los párrafos anteriores apuntan en una misma dirección: la flexibilización de los controles al sistema financiero ha sido un proceso gradual y no ha sido una política de eliminación a ultranza de controles. Cuando la regulación de la liquidez lo ha requerido, se ha incrementado la tasa de encaje, como en el período 1976-1979 y en 1986. Igualmente cuando el sistema financiero ha atravesado por épocas de crisis, el Banco de la República ha cumplido su papel de prestamista de última instancia, ampliando el crédito a los intermediarios.

Claro está, la forma de intervención de la autoridad monetaria ha cambiado a través del tiempo, y en la presente década, especialmente a partir de 1985, el control de la liquidez se ha hecho principalmente a través de las Operaciones de Mercado Abierto (Cuadro 2). Este tipo de instrumento de control evita que el costo de la contracción monetaria recaiga completamente sobre el sistema financiero¹⁹, a la vez que ha impulsado el desarro-

CUADRO 2
OPERACIONES DEL BANCO DE LA REPUBLICA
COMO PROPORCION DE LA BASE MONETARIA

Año	OMM / Base %
1974	3.6
1975	4.2
1976	9.5
1977	21.8
1978	16.1
1979	19.5
1980	26.0
1981	21.8
1982	30.2
1983	12.3
1984	17.5
1985	27.7
1986	64.3
1987	50.2

Fuente: Revista del Banco de la República.

OMM = Operaciones en el Mercado Monetario = Títulos de Participación + Títulos canjeables +
Certificados de Cambio + TREC + TREN.

CUADRO 3
RESUMEN DE LAS TRANSACCIONES DE LAS BOLSAS
DE VALORES DEL PAIS 1 /
(Millones de Pesos)

Año	(1) Acciones	(2) Renta Fija 2 /	(3) Certicambio y Títulos Canjeables	(4) Total (1)+(2)+(3)	(5) Transacciones en Bolsa / Ahorro Fin. Transferible 3 / %
1983	5.429.6	46.153.0	42.898	94.480.9	15
1984	5.336.3	92.954.9	53.653	151.944.2	19
1985	4.784.8	103.066.5	219.445	327.296.3	20
1986	10.393.9	183.462.0	163.865	357.296.3	25
1987	20.519.8	356.376.2	180.798	557.694.0	31
1988*	11.710.8	236.883.9	51.584	300.178.7	29**

1 / Bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente.

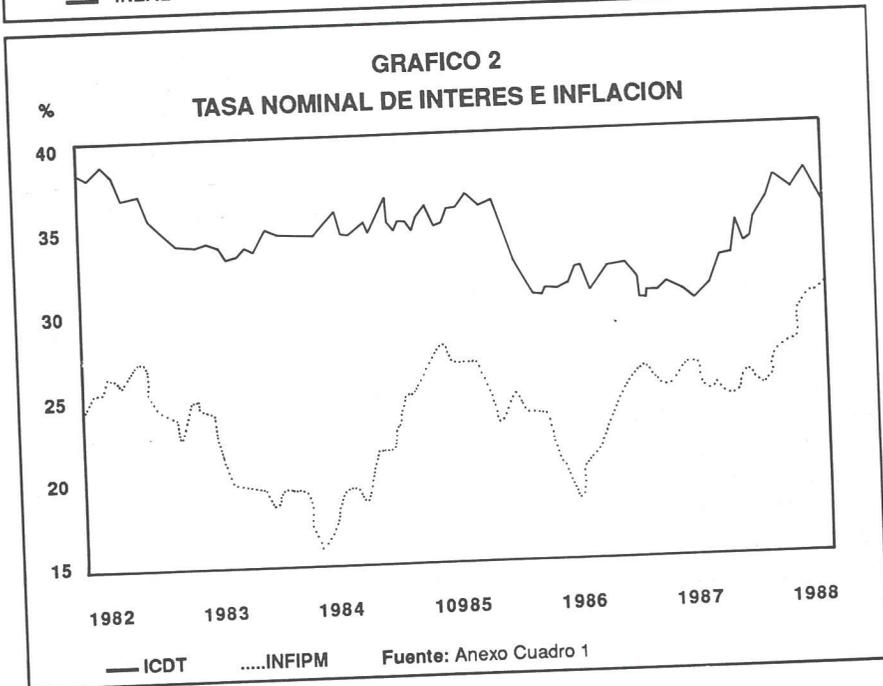
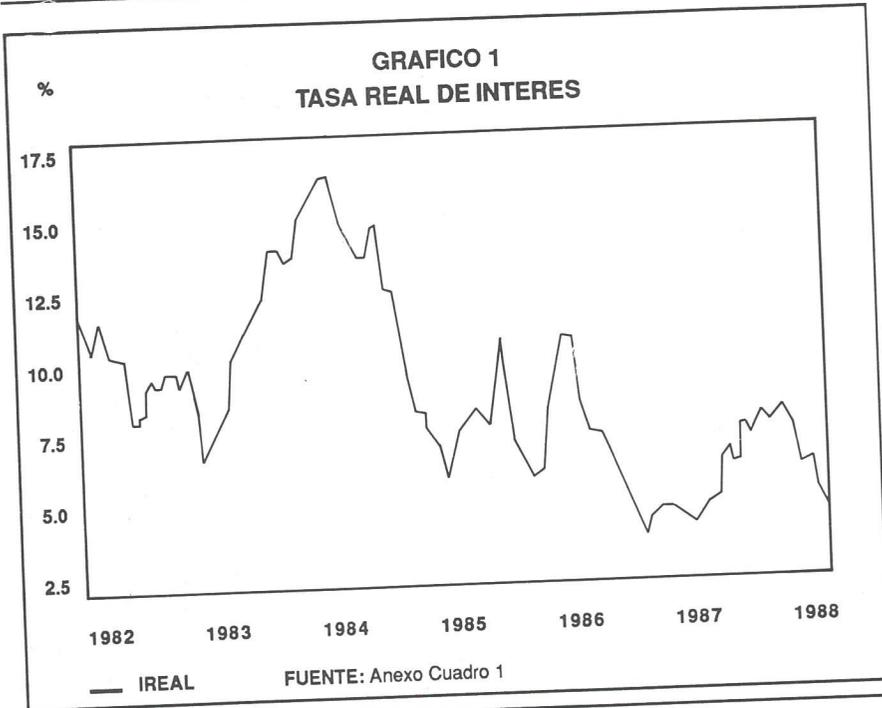
2 / Excluye certificados de cambio y títulos canjeables.

3 / Ahorro Financiero Transferible = Cuasidineros + Cédulas del B.C.H. + Pagarés de Compañías de
Financiamiento comercial.

* Datos a Junio.

** Datos de la columna 4 multiplicados por 2 para hacer la cifra semestral comparable con datos anuales.

Fuente: Revista del Banco de la República.



llo del mercado secundario de valores; así mientras en 1983 las transacciones en las bolsas de valores del país representaban un 15% del ahorro financiero, para 1987 esta proporción era superior al 30% (*Cuadro 3*).

Aunque la orientación general de la política financiera ha sido la de permitir una mayor injerencia de las fuerzas del mercado en la asignación de recursos, en lo que va corrido de la presente década han existido dos períodos de controles administrativos a las tasas de interés: el vigente durante el primer semestre de 1986, y el actual. En ambas ocasiones las medidas han sido anunciadas como transitorias, buscando "acelerar el proceso generado por las nuevas condiciones económicas, con el fin de impulsar la reactivación del aparato productivo"²⁰.

En primer lugar, puesto que la tasa real de interés es la que afecta las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos, es preciso analizar su evolución (*Gráfico 1* y Anexo Cuadro 1). Pueden verse dos cosas: la primera es que, durante el primer semestre de 1986, se redujo la tasa real (ex-post) durante uno o dos meses, pero al finalizar el período de regulación, ésta se encontraba de nuevo en el nivel prevaleciente antes de la imposición de los controles. Este hecho permite cuestionar la efectividad de los controles²¹. Y en segundo lugar, nótese que la tasa real observada a mediados de este año no era elevada en comparación con sus niveles históricos, lo cual pone de presente la preocupación de la autoridad monetaria por los niveles de las tasas nominales de interés.

Este punto nos conduce a la relación entre la tasa nominal de interés y la tasa real, que equivale a cuestionar la relación entre la primera y la inflación. La teoría existente sobre el tema no ha llegado a una conclusión firme, y casi todos los debates se reducen al terreno empírico²². Cuando se analizan las series de inflación y tasas nominales de interés para el caso colombiano, entre 1982 y 1988 (*Gráfico 2*) se observa una relación cercana entre las dos; para eliminar la posibilidad de una correlación espúrea, se "limpiaron" las series de sus respectivos fenómenos estacionales y de tendencia, y se confirma la existencia de una relación entre ellas (Anexo Gráfico 1 y Apéndice F).

Con base en datos mensuales para este período, se encontró que la tasa de interés nominal es un buen indicador de la inflación futura, en el sentido que reduce significativamente la varianza de las proyecciones del crecimiento de los precios efectuadas exclusivamente con base en su propia historia²³. Este hallazgo implica que la tasa de interés nominal incorpora correctamente las expectativas inflacionarias de los agentes económicos.

Si las tasas de interés elevadas reflejan un exceso de gasto doméstico, que tarde o temprano se manifiesta en el ritmo de inflación, o reflejan deficiencias estructurales en la intermediación financiera ocasionadas por

CUADRO 4
CUENTAS DE ORDEN Y ACTIVOS BANCARIOS

Fin de:	(1) Total Cuentas de Orden (Millones de \$)	(2) Activos Bancarios (Millones de \$)	(1) / (2)
1979	442.636	252.876	1.75
1980	590.012	362.281	1.63
1981	743.205	491.631	1.51
1982	833.821	594.176	1.40
1983	1.050.548	758.026	1.39
1984	1.322.913	926.359	1.43
1985	1.720.782	1.220.632	1.41
1986	2.210.581	1.534.041	1.44
1987	2.813.650	2.020.684	1.39

Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República.

CUADRO 5
INVERSION DE LOS BANCOS COLOMBIANOS EN EL EXTERIOR

Año	Inversión Total (Miles de US\$)	Crecimiento %
1972	7.565.0	24.2
1973	8.869.0	17.2
1974	11.621.4	31.0
1975	14.532.9	25.1
1976	14.532.7	(0.0)
1977	30.011.7	106.5
1978	49.094.9	63.6
1979	65.744.9	33.9
1980	83.400.9	26.9
1981	124.515.4	49.3
1982	150.562.7	20.9
1983	161.355.4	7.2
1984	176.023.2	9.1
1985	179.741.4	2.1
1986	180.945.2	0.7

Fuente: Suescun, R. "Inversiones en el Exterior y la Fragilidad de las Filiales de los Bancos Colombianos", documento de Trabajo, Departamento de Investigaciones Económicas, abril, 1987.

la elevada proporción de activos improductivos, la solución no consiste en controlarlas administrativamente. Hacer esto implica que la autoridad económica pierda una señal importante que el mercado le puede enviar. Ahora, en cuanto a la reacción de los intermediarios ante los diferentes

tipos de controles, ésta puede generar dificultades en el manejo monetario en la medida en que los agentes efectúen operaciones no registradas en sus balances; en el pasado este tipo de operaciones ha probado ser fuente de importantes distorsiones²⁴. Esto se ilustra si se tiene en cuenta que el rubro "cuentas de orden" llegó a representar 1.75 veces el valor de los activos bancarios totales en época de excesivos controles a los intermediarios (*Cuadro 4*).

Evidencia adicional de las innovaciones desarrolladas por los intermediarios con el propósito de evadir la regulación de la autoridad monetaria, constituye el auge de las inversiones de los bancos colombianos en el exterior durante el período de fuertes controles monetarios; para evitar los costos que representaban el encaje sobre las captaciones y las inversiones en títulos del FFAP sobre las colocaciones, los bancos aumentaron sus operaciones a través de sus filiales en el exterior. Así en el período 1977-1981 las inversiones en el exterior crecieron a un promedio del 56% anual, mientras en el quinquenio inmediatamente anterior lo habían hecho al 19% (*Cuadro 5*). Estas acciones tendrían efectos posteriores, conocidos por todos, sobre la solidez de los bancos y sobre el manejo de la deuda externa del país²⁵.

Por último, debe mencionarse que el control a las tasas de interés puede ser evadido en múltiples formas por los intermediarios, en razón a las reciprocidades que éstos pueden exigir y que los clientes se ven obligados a aceptar, dada la naturaleza de la relación cliente-banco²⁶. Una de las formas de evasión que se quiere destacar aquí es la llamada "triangulación", la cual consiste en que el intermediario paga a un ahorrador la tasa de interés controlada y cobra a un prestatario la tasa también regulada, arreglando para que el segundo transfiera directamente al primero la diferencia entre lo establecido en la legislación y lo que el mercado hubiera dictaminado. Así, la tasa efectiva de interés pagada al ahorrador y la cobrada al usuario del crédito quedan inalteradas²⁷.

En esta sección vimos como la orientación general de la política financiera ha sido la de gradualmente permitir una mayor injerencia de las fuerzas del mercado en la asignación de recursos. Sin embargo, la política ha tenido interrupciones transitorias, como la del período 1983-1985 cuando el Banco de la República tuvo que ampliar el crédito a los intermediarios financieros a raíz de la crisis del sector. Igualmente, cuando el control de la liquidez lo ha requerido, se han elevado los encajes sobre los depósitos de los intermediarios. En la siguiente sección veremos algunos de los resultados de esta estrategia de política, al igual que alguna evidencia empírica sobre la relación entre desarrollo financiero y desarrollo económico en el país.

2. RELACIÓN ENTRE DESARROLLO ECONÓMICO Y DESARROLLO FINANCIERO

Dos trabajos relativamente recientes²⁸ encontraron que el ahorro en Colombia no era significativamente elástico a la tasa de interés, lo cual aparentemente cierra uno de los canales a través de los cuales el desarrollo financiero podría afectar el crecimiento económico. Los resultados obtenidos en estos trabajos no son particulares al caso colombiano, ya que en la mayor parte de los países en desarrollo se presenta el mismo fenómeno²⁹. Este resultado puede estar originado en el hecho de que mediante sistemas de regresiones simplificados se pretende captar el efecto de la tasa de interés sobre el ahorro, omitiendo la influencia que puede tener sobre la misma variable el resto de la política económica³⁰.

Aún aceptando el punto de la inelasticidad del ahorro a la tasa de interés, está el argumento de la eficiencia en la asignación de recursos derivada del desarrollo financiero (DF) como canal para afectar el desarrollo económico (DE). Pero también cabe esperar la existencia de una relación recíproca; es decir no hay razones para suponer una relación de causalidad unidireccional entre DF y DE³¹.

El análisis estadístico de esta relación dinámica entre DF y DE es bastante complicado básicamente por dos razones: en primer lugar, las definiciones de las variables que se escojan como "proxies" de DF y DE involucran un alto componente de arbitrariedad, y en segundo término, porque el tipo de fenómenos en el sector financiero que queremos estudiar no se repiten periódicamente, pues se trata de cambios institucionales cuyos efectos se manifiestan sobre el nivel de la producción una sola vez. Por ejemplo, la eliminación de controles que reducen la eficiencia de la intermediación financiera y por lo tanto del aparato productivo, debe reflejarse en un aumento, de una sola vez, en el nivel del producto potencial de la economía, pero no necesariamente en la tasa de crecimiento de la producción³². A su vez, este producto potencial no es directamente observable, lo cual hace que ejercicios econométricos muy simplificados, orientados a capturar esta relación, tengan poco sentido³³.

Los cambios institucionales en el sector financiero a los que hicimos referencia en la sección anterior han conducido a que, gradualmente, un mayor volumen de recursos se canalicen a través suyo (Cuadro 6). Dado que buena parte de la inversión fija en Colombia es autofinanciada por las empresas, existe una complementariedad intertemporal entre los depósitos de los intermediarios y la inversión, que da lugar a una relación dinámica, relativamente fácil de analizar, entre las dos variables. Haciendo algunos ejercicios econométricos, se puede demostrar que el ahorro financiero es una variable que contribuye a disminuir la varianza en las proyecciones

CUADRO 6
INDICADORES DE PROFUNDIZACION FINANCIERA Y
AHORRO PRIVADO
(%)

Año	Ahorro Financiero / PIB 1 /	(Ahorro Financiero + OMA Voluntarias) / PIB 2 /	Fondos Bancarios Prestables / PIB 3 /	Ahorro Privado / Ingreso Nal. Disponible 4 /
1950	2.5			
1951	2.5			
1952	2.9			14.0
1953	3.3			11.0
1954	3.5			11.0
1955	3.9			12.0
1956	4.0			12.0
1957	4.0			11.0
1958	4.1			13.0
1959	4.3			16.0
1960	4.4			15.0
1961	4.4			15.0
1962	4.6			15.0
1963	4.2			14.0
1964	4.1			15.0
1965	4.1			14.0
1966	3.9			11.0
1967	3.9			14.0
1968	4.4			11.0
1969	5.2			12.0
1970	6.1			12.0
1971	6.2		27.3	10.0
1972	6.4		28.3	11.9
1973	7.0		27.5	10.0
1974	7.7		28.2	13.1
1975	7.7	7.9	27.2	15.1
1976	10.5	8.0	26.3	14.8
1977	11.8	10.7	31.4	12.2
1978	12.8	12.2	30.2	12.3
1979	12.0	13.2	31.0	14.2
1980	12.8	12.6	30.2	13.6
1981	19.2	14.2	34.1	15.1
1982	18.8	20.3	37.9	15.0
1983	20.5	20.1	38.3	14.2
1984	20.3	20.9	41.0	13.4
1985	21.6	20.4	40.1	13.6
1986	21.3	21.6	41.6	12.8
1987	20.7	22.5	39.3	13.3
		22.2	37.9	14.2
				13.3

Fuentes: 1 / 1950-1976. Ortega, F. Desde 1976 las cifras de Ortega han sido modificadas para incluir pagarés de CFC. Incluye Cuasidineros, Cédulas Hipotecarias, Bonos Cafeteros y TAC.
 2 / Columna anterior modificada para incluir los OMA voluntarios.
 Fuente: 1974-1985 Botero, Carmen H. Operaciones de Mercado Abierto frente a la política de encaje como Instrumento de control monetario, Tesis presentada a la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes, marzo, 1988.
 3 / Fuente: 1970-1978. Ortega, F. op.cit. 1978-1987 Cálculos con base en Revista del banco de la República. Recursos Prestables = colocaciones, inversiones obligatorias, deudores varios, inversiones del encaje, otros créditos de Bancos, Caja Agraria, Corporaciones Financieras, CAV, Compañías de Financiamiento Comercial, Caja Social de Ahorros, FEN.
 4 / Fuente: DANE.

de la inversión que se efectúen incorporando exclusivamente su propia historia³⁴; es decir, el ahorro financiero no es una variable exógena con respecto a la inversión. Esto significa que un modelo estructural en el cual se tenga la inversión como variable dependiente, debe incorporar el ahorro financiero como variable explicativa.

La discusión anterior nos lleva a preguntarnos sobre la relación que existe entre el ahorro financiero y el del sector privado de la economía³⁵. Cuando se examina la evolución histórica de estas series (Anexo Gráfico 2) se observa una correlación entre las dos que puede ser espúrea³⁶; es decir, la relación puede ser fortuita o estar explicada por una tercera variable que no se está teniendo en cuenta. Para obviar esta posibilidad, se transformaron las series para eliminar sus factores estacionales y de tendencia³⁷; es decir, nos hemos quedado con la parte de las series que no es explicada por su misma historia. En esta forma (Gráfico 3 y Anexo Gráfico 3), se puede observar que la correlación entre las variables no es espúrea; de hecho, el coeficiente de correlación entre el ahorro privado de un período y el ahorro financiero del período siguiente es significativamente diferente de cero³⁸.

La evidencia presentada nos permite afirmar que existe alguna relación entre el ahorro financiero y el ahorro privado del año anterior. Por lo tanto, la disminución observada en el ahorro financiero como proporción del PIB en los últimos años (Cuadro 6) puede estar explicada, en parte, por una merma en la generación de ahorro interno privado. También puede contribuir en la explicación de este fenómeno el aumento observado en la tributación del sector privado en los últimos años (Cuadro 8 y Anexo Cuadro 2)³⁹.

Finalmente, debe notarse que si incluimos el valor de los títulos del Banco de la República voluntariamente adquiribles por el público dentro del ahorro financiero, sólo en 1987 se presenta una ligera caída en este indicador como proporción del PIB (Cuadro 6). Este hecho refleja una sustitución de activos por parte del público, que se manifiesta a su vez en una disminución de los recursos bancarios prestables como proporción del PIB (Cuadro 6 y Gráfico 4). Por último, en ésta sección sobre la relación entre desarrollo económico y desarrollo financiero, queremos tratar el tema de la eficiencia del sistema financiero a lo largo del ciclo económico. La idea que se quiere resaltar es la de Stiglitz según la cual los bancos deben cumplir una labor de monitoría de sus clientes para que el mercado de capitales funcione eficientemente; cuando el 25% de la cartera de los bancos es cartera mala⁴⁰, claramente hay problemas en el análisis de riesgo por parte de los intermediarios. Este fenómeno a su vez afecta los costos operativos de los bancos, lo cual hace que la eficiencia

GRAFICO 3
RELACION ENTRE M1 MAS AHORRO FINANCIERO Y EL AHORRO PRIVADO
 (residuales de los modelos ARIMA)

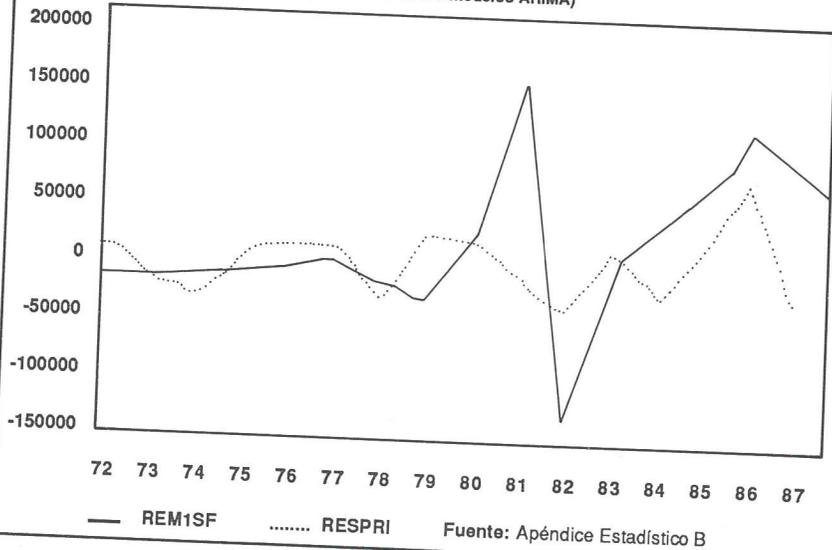
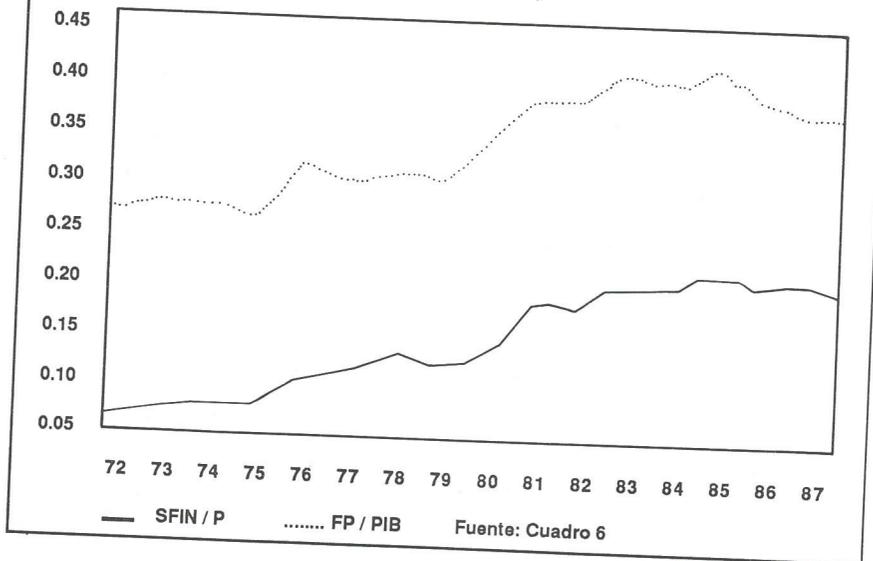


GRAFICO 4
RELACION ENTRE AHORRO FINANCIERO Y FONDOS BANCARIOS PRESTABLES
 (como % del PIB)



CUADRO 7
DEFICIT DEL GOBIERNO CENTRAL Y DEL SECTOR PÚBLICO
(% DEL PIB)

Año	Déficit Nacional	Gobierno Central	Déficit Sector Público Consolidado	
	A	B	A	B
1970	-0.72	-0.7	-	-2.2
1971	-0.96	-1.0	-	-3.0
1972	-1.76	-1.8	-	-3.0
1973	-1.15	-1.2	-	-2.0
1974	-1.18	-1.2	-	-3.1
1975	-0.51	-0.5	-	-3.2
1976	0.65	0.6	-	-0.7
1977	0.52	0.5	-	-1.8
1978	0.32	0.3	-	-0.1
1979	-0.79	-0.8	-	-1.5
1980	-1.97	-2.0	-0.2	-1.9
1981	-2.94	-2.9	-3.0	-5.8
1982	-4.06	-4.1	-6.1	-8.7
1983	-3.51	-3.5	-6.5	-6.4
1984	-4.32	-4.5	-6.7	-7.4
1985	-2.71	-2.7	-4.2	-4.2
1986	-1.34	-1.3	0.6	-
1987	-0.47	-	-1.8	-

A. Fuente: Corresponde al déficit medido como la diferencia entre ingresos corrientes y gastos corrientes. Banco de la República.

B. Fuente: Corresponde al déficit medido por sus fuentes de financiación. García, J. Macroeconomic Policies in the Long Run: The case of Colombia. Trabajo preparado para el Banco Mundial, abril de 1988.

del sistema bancario se reduzca, al igual que la del sistema económico como un todo (Anexo Cuadro 3).

En esta sección se vieron algunos de los resultados de la orientación de la política financiera. En particular se vió como, a raíz del proceso de reforma financiera, el volumen de recursos canalizado a través del sistema institucional ha sido creciente. Dada la relación que se encontró entre los depósitos en los intermediarios financieros y la inversión, se establece un vínculo indirecto entre la reforma financiera y la inversión. Igualmente, se encontró una relación positiva entre el ahorro macroeconómico privado y el ahorro financiero del período siguiente, lo cual nos conduce al tema de la segunda parte del trabajo, que es la relación entre la política financiera y el resto de la política económica.

CUADRO 8
FUENTES DE RECURSOS DEL GOBIERNO NACIONAL
(%)

Año	(1) Ingresos Corrientes	(2) Crédito Emisor*	(3) Crédito Interno	(4) Crédito Externo**	Total Fuentes 1 /
1977	93.8	3.2			
1978	93.0	3.4	1.5	1.5	65.4
1979	78.3	12.0	2.1	1.5	87.2
1980	75.4	11.3	2.8	6.9	126.9
1981	67.8	20.8	1.5	11.8	175.1
1982	63.6	27.7	0.9	10.5	231.3
1983	62.6	30.7	1.0	7.7	298.4
1984	50.6	31.9	5.7	1.0	379.3
1985	56.9	11.0	9.4	8.0	607.5
1986	62.3	8.1	21.1	10.9	784.1
1987	73.4	5.1	13.5	16.1	1.052.3
1988p	66.5	4.0	13.5	7.9	1.274.2
			9.8	19.7	1.787.6

1 / El total de fuentes está en miles de millones de pesos.

* Incluye Utilidades por Compraventa de Divisas entregadas al Gobierno.

** A partir de 1984 se incluye dentro del crédito externo los desembolsos de crédito por pagos sin situación de fondos.

p= proyección.

Fuente: Herrera, S. "Financiación del Gasto del Gobierno", Documento de trabajo, Departamento de Investigaciones Económicas, junio de 1988.

II. EL MERCADO DE CAPITALES Y LA POLÍTICA MACROECONÓMICA

El objetivo en esta segunda parte del trabajo es analizar la coherencia de la política macroeconómica para lograr una asignación eficiente de los recursos y estimular la generación del ahorro de la economía. La tesis central es que una política financiera, por sí sola, no conduce necesariamente a una asignación eficiente de los recursos ni a aumentos en la tasa de ahorro. Para lograr estos objetivos, la política macroeconómica, en conjunto, debe estar encaminada en la misma dirección.

En general se verá cómo la política financiera ha estado coordinada con el resto de la política económica sólo en períodos claramente definidos, mientras que en el resto de ellos, algunos elementos del engranaje completo se han desalineado del objetivo de largo plazo de la política financiera; ésto en razón a restricciones que impusieron shocks de tipo exógeno, como por ejemplo, la expansión monetaria ocasionada por la acumulación de reservas internacionales a finales de la década pasada y la crisis de la balanza de pagos experimentada por el país a principios de los años ochenta.

Esta coordinación de la política económica es el tema de análisis en

esta parte del trabajo, que se encuentra dividida en tres secciones: la primera estudia la política fiscal, la segunda trata las diferentes políticas relacionadas con el sector externo, y la última parte analiza la política monetaria y financiera.

A. POLÍTICA FISCAL

En esta sección veremos la relación entre la política fiscal y el funcionamiento del mercado de capitales. Esta relación está determinada por tres aspectos fundamentales: (1) De una parte, el tamaño del déficit fiscal afecta el mercado de capitales, pues la forma de financiación del primero depende e influye sobre el funcionamiento del segundo; adicionalmente, el faltante fiscal constituye desahorro de un sector importante de la economía. (2) Por otro lado, el volumen y la orientación del gasto público juegan un papel importante en la asignación de recursos debido a las disparidades en la eficiencia marginal del capital entre diferentes sectores. (3) Finalmente, el Estado interviene en el mercado de capitales en una forma directa mediante su participación en el sector financiero a través de los intermediarios de su propiedad. Así pues, veremos a continuación cómo la política fiscal no siempre ha sido consistente con los objetivos que se persiguen al flexibilizar los controles sobre el mercado de capitales.

1. EL DÉFICIT FISCAL Y LAS FUENTES DE RECURSOS DEL GOBIERNO

El faltante fiscal, como proporción del PIB, muestra una evolución muy clara en los últimos años (*Cuadro 7*). En la década del 70, en promedio, esta proporción para el Gobierno Nacional Central (GNC) fue del 0.6% y para el Sector Público Consolidado del 2.1%; en la década del 80 estas relaciones aumentaron a 3% y a 5.7% del PIB respectivamente. Tales cifras reflejan un cambio estructural en la demanda por ahorro interno por parte del sector público durante esta década⁴¹.

Mientras en el período posterior a la Reforma Financiera de 1974, especialmente entre 1976 y 1978, se notó un esfuerzo fiscal por generar ahorro, después de las Reformas de 1980 sucede lo contrario con las finanzas públicas, pasando el Estado a convertirse en un fuerte agente desahorrador. Aunque a partir de 1985 se observa un proceso de saneamiento de las finanzas estatales, sólo en 1986 y 1987 se obtuvo un déficit como proporción del PIB similar al registrado en la década anterior.

El tamaño de estos faltantes afecta directamente el mercado de capitales, pues éstos son financiados con emisión o endeudamiento; la primera

fuerza está íntimamente ligada a la inflación y a las expectativas inflacionarias, mientras la segunda, en la medida en que sea endeudamiento interno, se halla más ligada con la estructura misma del mercado de capitales. El Cuadro 8 resume la evolución de las fuentes de financiación del gasto del Gobierno Central en Colombia en el período 1977-1987.

El cambio observado en las fuentes de recursos del Gobierno (*Cuadro 8*) merece algunos comentarios. En primer lugar debe notarse cómo los ingresos corrientes del Gobierno, entre 1977 y 1984, pasaron de representar un 94% del total de fuentes a un 51%; a partir de 1985 se recupera esta fuente de financiamiento.

En el mismo período también se nota cómo el crédito del Banco de la República constituyó una fuente importante de recursos, especialmente en razón a las Utilidades por Compra y Venta de Divisas de la Cuenta Especial de Cambios (CEC). Después de 1983⁴² el Gobierno se vio obligado a sustituir los recursos de la CEC, por Títulos de Ahorro Nacional (TAN) y endeudamiento externo.

Debe señalarse que la financiación del faltante fiscal vía colocación del TAN es un cambio importante con respecto a la historia fiscal y financiera del país puesto que era la primera vez que el Gobierno colocaba masivamente en el mercado bonos voluntariamente adquiribles por el público⁴³. Dado el tamaño del mercado financiero doméstico, el Gobierno se ha visto obligado a colocar buena parte de los TAN entre entidades del mismo sector público, y a recurrir a la deuda externa como fuente principal de financiamiento del déficit. Sin embargo, las elevadas tasas de crecimiento de la deuda pública externa registrada hasta 1986 han dificultado el manejo de las finanzas públicas en razón a que el servicio de la deuda es cada vez una mayor proporción del gasto total y se requiere de flujos de crédito fresco para poder cubrirlo.

Por último, se quiere resaltar la recuperación de los ingresos corrientes como fuente de financiamiento del gasto gubernamental. Este proceso fue reforzado por la Reforma Tributaria de 1986, que además introdujo cambios de fundamental importancia para el mercado de capitales. Por un lado eliminó la doble tributación de los accionistas y redujo la tarifa máxima de impuesto de renta aplicable a la sociedad anónima; y por otro, estableció la eliminación gradual de la deducción del componente inflacionario de los costos financieros. En esta forma se remueve el incentivo al endeudamiento de las empresas que indujo distorsiones en sus estructuras de capital⁴⁴.

Vimos en esta sección cómo se presentó a principios de ésta década un deterioro estructural en la generación de ahorro por parte del sector público, produciéndose un faltante que, en un comienzo, fué financiado

con recursos del Banco de la República, y posteriormente con endeudamiento externo. Los tamaños del déficit, al igual que su financiamiento con recursos de emisión, son inconsistentes con un mercado de capitales eficiente.

2. VOLUMEN Y ORIENTACIÓN DEL GASTO PÚBLICO

En cuanto a la participación del Estado en la asignación de recursos, debemos llamar la atención sobre el incremento en el gasto del sector público como proporción del PIB (Anexo Cuadro 4). Mientras que en la década pasada ésta relación fue del 14.8%, en promedio, durante la presente aumentó a niveles del 19.1%.

Si se tiene en cuenta que casi la mitad de los gastos son de inversión, y que la eficiencia marginal del capital en las empresas públicas es aproximadamente una cuarta parte de la de las empresas del sector privado⁴⁵, se ve claramente que el Estado no ha asignado los recursos allí donde son más productivos⁴⁶.

Lo anterior debe tomarse como una señal de alerta para que el Estado desarrolle estudios sobre la eficiencia de su gasto, a fin de incrementarla, y así reducir las distorsiones en la asignación de recursos que induce el gasto público.

3. PARTICIPACIÓN DIRECTA DEL ESTADO EN EL SECTOR FINANCIERO

Por último, se quiere resaltar que el valor agregado generado por las instituciones financieras del Sector Público se mantuvo relativamente constante durante la década pasada (Anexo Cuadro 4), cuando ésta fue precisamente una de crecimiento acelerado del sector financiero⁴⁷. En la presente década la participación de estas instituciones en la generación del valor agregado ha aumentado como resultado de la intervención del Estado en la capitalización del Sector Financiero. En esta forma se ha incrementado la participación directa del Gobierno en el sector financiero, cuya evolución reciente se puede observar en el *Cuadro 9*; mientras en el período 1976-1980 el capital de la Banca Oficial era el 28% del capital total del sistema, éste pasó a representar casi el 60% desde 1986.

El costo de esta intervención estatal será discutido en la última sección del trabajo. Ahora simplemente se quiere hacer énfasis en que un mercado en el cual más de la mitad del capital y los activos pertenecen a un sólo agente puede desestimular entrantes potenciales al mercado; adicionalmente, por ser el Estado el propietario, existe el peligro de que las pérdidas

CUADRO 9
PARTICIPACION DEL ESTADO EN EL CAPITAL Y
ACTIVOS DEL SISTEMA BANCARIO
 (%)

	(1)	(2)
	Capital Oficial ¹	Activos Oficiales
	Capital Total	Activos Totales
1981	28.2	
1982 ²	42.1	27.1
1983	41.2	33.7
1984	43.9	35.3
1985	44.3	34.5
1986 ³	56.6	37.7
1987 ⁴	60.9	54.0
1988*	56.8	58.6
		58.7

* Datos a Marzo.

1. No incluye el capital garantía. Entiéndase por capital la suma del capital pagado, las reservas, y los BOCEAS.

2. Incluye los Bancos Oficiales Tradicionales y el Banco del Estado.

3. Incluye los Bancos de la Nota anterior más el Tequendama, Colombia y Los Trabajadores.

4. Incluye los Bancos de la Nota anterior más el del Comercio.

Fuente: Cálculos con base en información del Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República.

o capitalizaciones se financien con recursos de emisión, creando problemas de incentivos a los administradores de estos bancos. Por esta razón, la privatización de los intermediarios recientemente oficializados debe estar en la agenda de las autoridades financieras.

En esta sección se vieron algunas de las formas como las finanzas públicas pueden influir en el funcionamiento del mercado de capitales. Durante la mayor parte de la década esta política fiscal no fue consistente con el objetivo de incrementar la generación de ahorro doméstico ni con la asignación más eficiente de los recursos. Sin embargo, el Gobierno dio un paso importante empezando a financiar parcialmente su déficit con la colocación de TAN y a partir de 1985 se nota un esfuerzo fiscal por reducir el desahorro del sector. En la siguiente sección veremos cómo se orientaron las políticas del sector externo para el logro de estos objetivos.

B. POLÍTICAS DEL SECTOR EXTERNO

En esta sección se verá en forma muy esquemática el efecto de las diferentes políticas relacionadas con el sector externo sobre la generación de ahorro y la asignación de recursos. Se hará referencia explícita a las políticas cambiarias, de endeudamiento externo, y arancelarias.

1. Tipo de Cambio Real

La tasa de cambio real, en teoría, es el precio relativo de los bienes transables o comercializables en términos de los no transables. Este precio, y sus variaciones, determinan la asignación de recursos entre los sectores productores de ambos tipos de bienes. El auge transitorio del sector externo entre 1975 y 1980, y el manejo de la tasa de cambio nominal hasta 1983, produjeron una revaluación del peso en términos reales. Esta revaluación era parte de los efectos del conocido "mal holandés", que ha sido analizado para el caso colombiano en diversos artículos⁴⁸. Los resultados de esos trabajos muestran cómo los recursos productivos se movilizaron hacia los sectores de auge, y se desestimuló la producción de exportables diferentes de café al igual que los de origen industrial. Los efectos de esta asignación de factores vendrían a manifestarse en la cuenta corriente del sector externo en los primeros años de esta década.

Uno de los recursos que se movilizó hacia el sector productor de bienes no comercializables fue el crédito del sistema financiero. En la medida en que se revaluaba el peso y se hacía más rentable esta actividad, una mayor proporción del crédito se dirigía hacia el sector (*Cuadro 10*); sólo en 1986 cuando se había corregido la sobrevaluación del peso se frena el flujo de crédito en esa dirección.

Otro de los aspectos del "mal holandés", que nos liga con la política de endeudamiento externo que veremos enseguida, es el exceso de gasto que indujo el auge exportador⁴⁹. Aunque el sector público redujo su exceso de gasto finales de la década pasada, no fue así en los primeros años de la presente; adicionalmente otros sectores, especialmente los beneficiarios del auge exportador, no fueron gravados suficientemente para evitar aumentos en el consumo que resultaban insostenibles en el largo plazo. En contraste con la experiencia de la bonanza de la década pasada, el manejo de la última bonanza, gracias al Acuerdo Cafetero de 1986, permitió que sus beneficiarios ahorraran buena parte de las ganancias transitorias.

Claro está que los manejos distintos de las dos bonanzas no son independientes de la estructura del mercado financiero. El incremento en el gasto que se presentó en la década anterior fue en buena parte, el resultado de tener un mercado de capitales estrecho y un sistema financiero que no respondió ágilmente para canalizar las ganancias ocasionales hacia el ahorro. En la medida en la cual se cuente con un mercado de capitales más completo y desarrollado, se permite a los agentes económicos diversificar el riesgo producido por los "shocks" al aparato productivo, y por lo tanto, se reduce el efecto ingreso asociado con éstos⁵⁰. Esto explica por qué se

CUADRO 10
PROPORCIÓN DEL CRÉDITO DIRIGIDO AL SECTOR PRODUCTOR
DE BIENES NO COMERCIALIZABLES

Año	%
1974	41
1975	41
1978	45
1980	48
1982	52
1984	56
1986	54
1987	53

Metodología: Para calcular el crédito al sector de no comercializables se tomó el crédito vigente según destino económico de los bancos a: construcción, entidades oficiales, comercio, y transporte; también el crédito de las Corporaciones Financieras al sector de construcción y turismo; y la totalidad de crédito de las CAV.

El crédito total por lo tanto se tomó como el de Bancos Comerciales, Corporaciones Financieras y CAV.

Fuente: Revistas del Banco de la República.

pudo ahorrar una mayor parte de los ingresos cafeteros en la bonanza cafetera de esta década. Aunque ciertamente nuestro mercado de capitales dista de ser uno completo, con relación al de la década pasada se registran avances, principalmente en los plazos de maduración de algunos títulos, el desarrollo del mercado secundario, los servicios que prestan los intermediarios, y la libertad que tienen éstos para fijar sus precios.

El aumento en el gasto, junto con la revaluación observada del peso que inducía el consumo de importaciones, también vino a manifestarse en la cuenta corriente de la balanza de pagos de la primera mitad de esta década. En esta forma, el exceso de gasto y la revaluación del peso estimulaban el uso de ahorro de origen externo como fuente de financiación. Este es el tema de la siguiente sección.

2. Endeudamiento Externo

La cuenta corriente es el reflejo del cambio en la posición deudora neta de un país; una cuenta corriente negativa implica que el resto del mundo está financiando un exceso de gasto doméstico en relación con el ahorro del mismo origen. De acuerdo con lo anterior, el país utilizó ahorro de origen externo durante la primera mitad de esta década, y éste pasó a sustituir el ahorro doméstico, dada la correlación negativa entre los dos tipos de financiamiento encontrada en un trabajo reciente⁵¹.

Ahora, en cuanto a la dirección de los recursos conseguidos mediante

endeudamiento externo, ésta no siempre es la más deseable, puesto que no todas las empresas tienen igual acceso al mercado internacional de capitales. Por ejemplo, las empresas públicas, que tienen garantía de la Nación y son de gran tamaño, tienen acceso más inmediato a recursos de crédito. Sin embargo, los proyectos de estas empresas no son necesariamente los de más alta rentabilidad social. El caso típico es el del sobredimensionamiento del sector eléctrico y los excesivos niveles de endeudamiento del sector con sus conocidas secuelas sobre el servicio de la deuda⁵².

Siguiendo con el tema de la asignación de los recursos obtenidos mediante la contratación de deuda externa, se nota un incremento sustancial en la relación inversión pública-PIB simultáneamente con los desequilibrios observados en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Lo anterior implica que el creciente endeudamiento reflejaba aumentos en la inversión, contrario a lo que sucedió en algunos países suramericanos, donde se utilizó para financiar consumo y fuga de capital⁵³.

Es crucial reconocer la relación existente entre el ahorro de origen interno y el de origen externo. Dados unos requerimientos de financiamiento, si el ahorro de origen externo se reduce, debe necesariamente incrementarse el ahorro privado o el ahorro público. Si no tiene lugar este ajuste en el ahorro doméstico, el exceso de gasto se reflejará en los niveles de inflación y de la tasa de cambio real. Este aspecto es de fundamental importancia, y el no reconocerlo ha sido una de las causas del fracaso en los programas de estabilización macroeconómica de algunos países latinoamericanos⁵⁴.

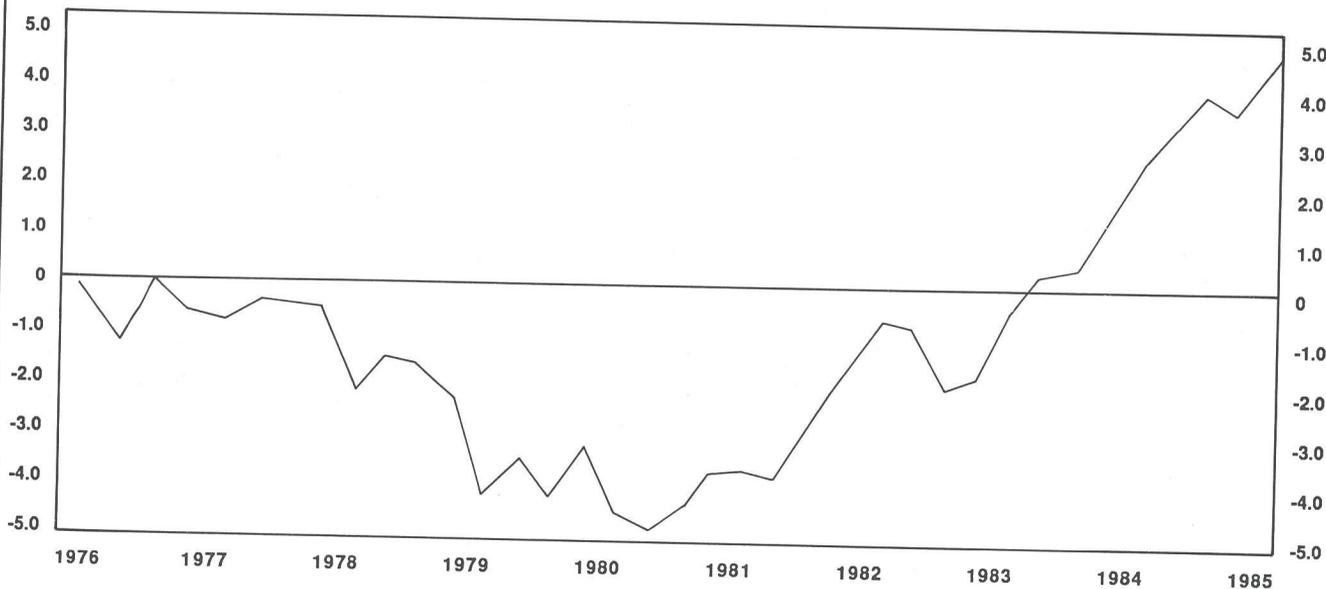
Para terminar con el tema de la relación entre el ahorro interno y externo, es preciso señalar que uno de los factores que ha contribuido a la merma en la generación de ahorro interno es la fuga de capital. Observando la evolución de los activos externos netos del sector privado (*Gráfico 5*), se puede dar una cuenta de la importancia de este fenómeno, especialmente en 1981, 1982 y 1984. Entre las causas se encuentran las expectativas de devaluación ocasionadas por el retraso cambiario y la situación de crisis de la balanza de pagos que indujo a los agentes a especular en contra del peso y a aumentar sus tendencias de moneda extranjera; un factor explicativo adicional es la situación del orden público.

Así, vimos en esta sección que el ahorro de origen externo jugó un papel importante en la financiación del exceso de gasto doméstico, inducido por la política cambiaria y las bonanzas transitorias del sector externo. La fuga de capital constituye otro elemento por el cual el ahorro interno no crece más rápidamente, convirtiéndose así en un obstáculo adicional para la política económica.

GRAFICO 5

ACTIVOS EXTERNOS NETOS DEL SECTOR PRIVADO 1 /

(Miles de Millones de Dólares)



1 / Medido como los depósitos de colombianos en sistema bancario norteamericano menos depósitos del Banco de la República en esos bancos, y menos pasivos externos de bancos comerciales y corporaciones financieras.

Fuente: Rennhack, R. y G. Mondino, "Capital Mobility and Monetary Policy in Colombia", Documento del FMI, WP / 88 / 77, agosto, 1988.

3. Proteccionismo

La asignación eficiente de recursos es uno de los supuestos beneficios que conlleva un mercado de capitales que funcione adecuadamente. Sin embargo, en un contexto excesivamente proteccionista en el cual las restricciones cuantitativas y los aranceles desvían recursos hacia sectores de la producción que son obsoletos y poco competitivos a nivel internacional, la liberación y funcionamiento de un mercado de capitales no garantiza la asignación adecuada de los recursos. Adicionalmente, sin un sector real que sea productivo, eficiente y competitivo, el mercado de capitales no puede funcionar adecuadamente, pues es el primero el verdadero generador de la riqueza de un país.

Lo anterior no significa que se deban eliminar las barreras arancelarias. Simplemente se quiere resaltar la coordinación que debe existir entre la política arancelaria y la política financiera para asignar eficientemente los recursos. Puede observarse (*Gráfico 6*) cómo en 1982, a raíz de la crisis de la balanza de pagos, se suspendió el programa de liberación de posiciones arancelarias que venía funcionando en forma más o menos continua desde 1970. Sin embargo, desde 1985 cuando se inició el programa de ajuste macroeconómico, se retomó la estrategia de liberar posiciones arancelarias, aunque se ha elevado el arancel promedio (*Cuadro 11*). De todas formas este proceso implica que las restricciones cuantitativas (licencia previa) se reemplazan por un mecanismo de precios (aranceles) para racionalizar las importaciones. Desde este punto de vista, la política fiscal, la arancelaria, y la cambiaria están coordinadas.

C. POLÍTICA MONETARIA Y FINANCIERA

En esta sección veremos algunos aspectos muy específicos de la forma en que las políticas monetaria y financiera han generado costos y subsidios para el sector financiero, y por lo tanto, han afectado la asignación de recursos. Esta sección está dividida en tres partes. En la primera se ve cómo el control de liquidez es llevado a cabo por las autoridades primordialmente imponiendo encajes sobre los depósitos de los intermediarios financieros, trasladando a éstos buena parte del costo que dicha política implica; se efectúa una cuantificación de dicho costo para los bancos comerciales en este período 1976-1987.

En la segunda parte se trata el tema del crédito de fomento y se analiza la evolución del subsidio financiero que se ha dado al sector productivo mediante este mecanismo. Este, sin embargo, tiene un costo para el sector financiero, pues es financiado en una buena proporción por inversiones obligatorias; en esta sección estimamos el costo que representa el sistema

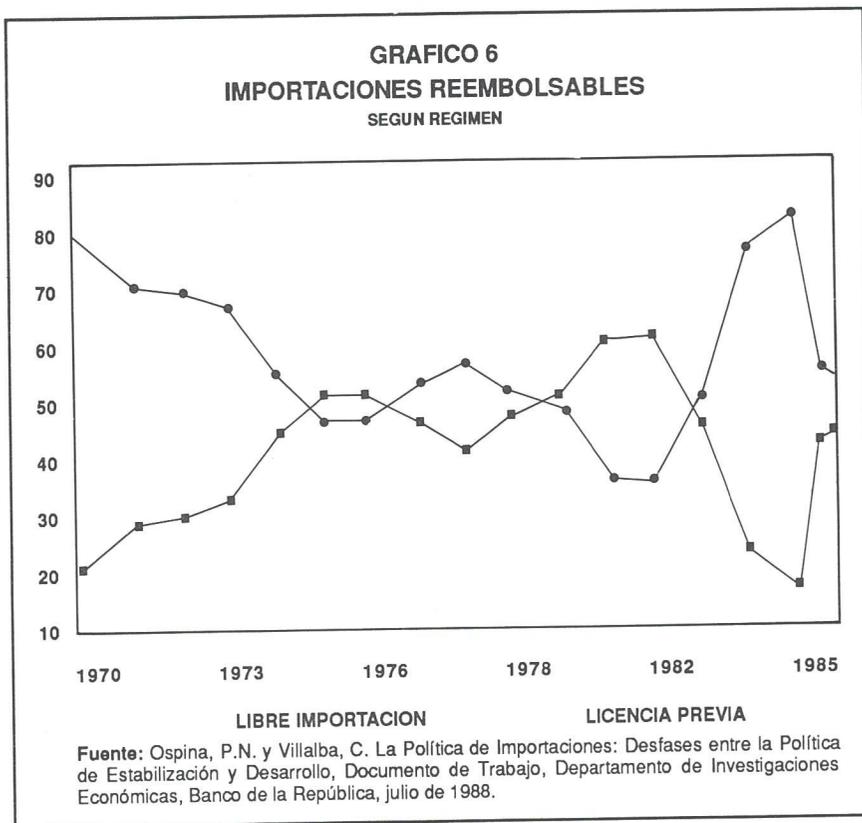
CUADRO 11
EVOLUCION DEL ARANCEL PROMEDIO
1970-1987

Año	(1) Importaciones CIF (Millones de \$)	(2) Aduanas e impuesto a la Importación (Millones de \$)	(3) Arancel Promedio Implícito (2) / (1) (%)
1970	19.324	3090	16.0
1971	24.968	3464	13.9
1972	24.267	3566	14.7
1973	30.794	4834	15.7
1974	50.390	6389	12.7
1975	56.762	8329	14.7
1976	73.959	11006	14.9
1977	94.507	14772	15.6
1978	125.496	20066	16.0
1979	159.838	28814	18.0
1980	246.297	43717	17.8
1981	305.707	55434	18.1
1982	379.363	69704	18.4
1983	404.377	74239	18.4
1984	480.683	84698	17.6
1985	621.993	131156	21.1
1986	808.071	207732	25.7
1987	1.086.047	288764	26.6

Fuente de (1) y (2): Cuentas Nacionales, DANE.

de inversiones obligatorias para los bancos en el período 1976-1987.

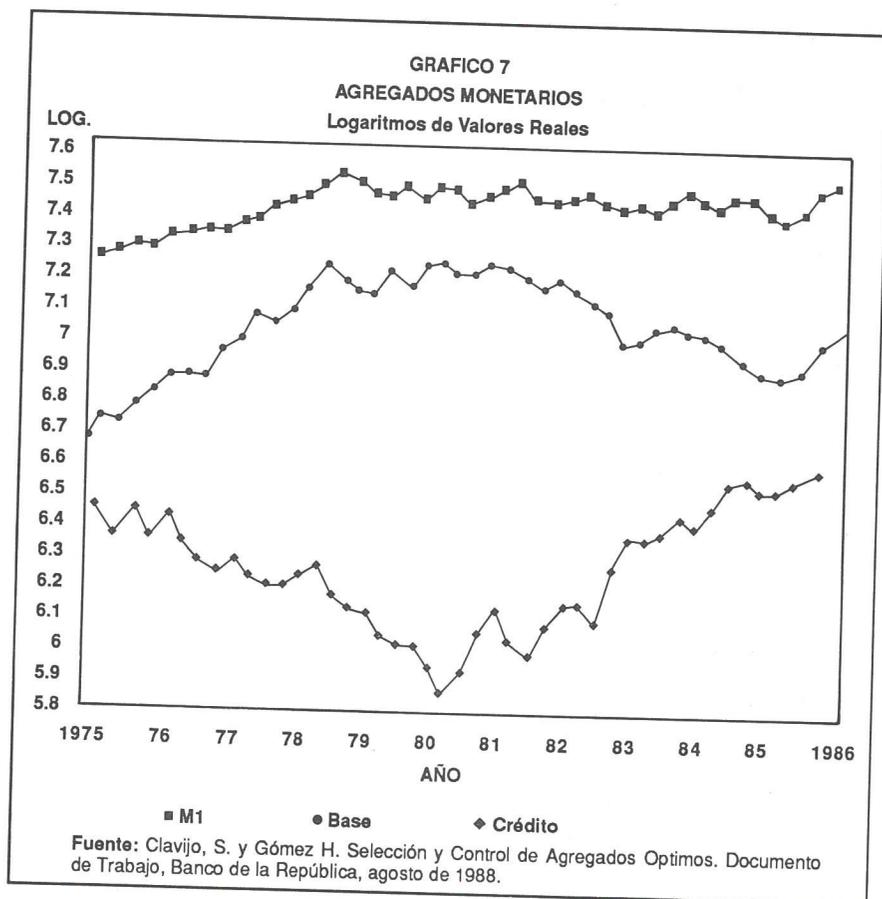
En la tercera y última sección se ve cuál ha sido para el Estado el costo de su intervención para capitalizar y dar liquidez al sistema financiero en el período 1982-1987. La hipótesis central es que la baja rentabilidad del sistema financiero, ocasionada en buena parte por los costos implícitos para los intermediarios en las políticas contraccionistas y de fomento, contribuyó a la descapitalización del sector. En esta forma, cuando en 1982 se presentaron malos manejos y prácticas ilegales por parte de algunos intermediarios, atribuibles éstas a la falta de supervisión adecuada, el sistema entró en crisis por no tener con qué responder a los mayores riesgos asumidos. Así, el Estado se vió en la necesidad de respaldar al sector mediante el otorgamiento de crédito y capitalización directa de algunos intermediarios. En esta sección se analiza el costo de esta política.



1. El Control de la Liquidez: Encajes y OMA

Tradicionalmente, el control de la liquidez se ha efectuado compensando cambios en la Base Monetaria con variaciones en el crédito bancario en dirección opuesta; lo anterior se logra imponiendo encajes sobre los depósitos de los intermediarios financieros. A pesar de las fluctuaciones de la Base en el período 1975-1986, la cantidad real de dinero se mantuvo relativamente estable gracias a las variaciones compensatorias en el crédito bancario⁵⁵ (Gráfico 7).

La necesidad de recurrir al encaje como herramienta de control de la liquidez obedece a la incapacidad de la autoridad monetaria de controlar, mediante mecanismos distintos, la expansión de la liquidez originada por desequilibrios fiscales y por las reservas internacionales y el manejo cambiario. La dependencia de la autoridad monetaria en este tipo de instrumentos induce distorsiones en el mercado, debido a que el costo de inter-



mediación se eleva sustancialmente; así, el peso del control monetario recae sobre el usuario del crédito y el intermediario financiero.

Para el intermediario, la totalidad del encaje representa un costo de oportunidad; de no existir encajes podría colocar esos recursos en el mercado a una tasa de interés activa. Parte del encaje, sin embargo, puede efectuarse bajo la forma de inversiones sustitutivas del encaje, y recibe una remuneración. Por lo tanto, para calcular el costo neto del encaje para los bancos, habría que deducir el rendimiento de las inversiones del costo bruto de oportunidad que los recursos congelados implican; el Cuadro 12 resume el cálculo del costo neto para los bancos en el período 1982-1987⁵⁶.

A partir de 1986 el enfoque de regulación de la liquidez ha cambiado y se ha tendido a controlar la expansión primaria del dinero mediante las OMA; a pesar de que tiene un costo financiero explícito que es bastante

CUADRO 12
COSTO DEL ENCAJE PARA LOS BANCOS COLOMBIANOS
1976 - 1988

(1) Encaje Presentado 1 /	(2) Inversiones del Encaje 1 /	(3) Rendimiento Promedio de Inv. 2 /	(4) Costo Bruto 3 /	(5) Costo Neto 4 /	(6) Costo Neto Real 5 /	
Año	(Millones de \$)	(Millones de \$)	%	(Millones de \$)	(Millones de \$)	(Millones de \$ de 1978)
1976	24.614	2.319	8.31	9.378	9.185	14.001
1977	41.012	3.751	10.40	15.051	14.500	17.220
1978	60.588	8.130	11.05	23.508	22.610	22.610
1979	79.609	11.590	13.31	34.550	33.008	25.587
1980	100.020	11.932	12.29	45.809	44.342	27.338
1981	120.771	15.034	12.81	57.336	55.410	27.042
1982	140.530	23.403	14.27	67.314	63.967	25.164
1983	136.061	29.369	13.91	59.459	55.374	18.676
1984	160.932	43.817	16.46	72.098	64.886	18.502
1985	192.926	73.313	17.16	87.395	74.815	17.419
1986	271.493	103.265	17.15	111.855	94.145	18.126
1987	366.665	135.797	17.17	151.799	128.483	19.944
1988*	503.325	126.538	18.43	212.906	189.586	25.244

1. Se refiere a promedios mensuales del año.

2. Es el rendimiento de las inversiones forzosas y sustitutivas del encaje.

Fuente: 1976-1985 Correa, M.C. "Consideraciones sobre el Régimen de Inversiones Forzosas del Sistema Bancario y el Impuesto Inflacionario", ESPE, junio, 1986. 1985-1987: cálculos de Correa, M.C.

3. Encaje Presentado (1) x tasa de interés Activa del Cuadro 13.

4. (4) - (2) x (3).

5. (5) deflactado por IPC.

* Datos a mayo.

elevado, se ha ganado en términos de control, puesto que los agentes no buscan evadir este tipo de controles. Así, las OMA voluntarias contribuyen al control monetario sin que los agentes económicos se aparten de sus decisiones de maximización de beneficios al mismo tiempo que son congruentes con el enfoque general de la política financiera.

2. El Crédito de Fomento

El sistema económico colombiano se caracteriza por numerosas imperfecciones, lo cual induce al Estado a intervenir en su funcionamiento con la esperanza de corregir las deficiencias que una economía de mercado puro podría producir. Sin embargo, esta intervención no es neutra; es decir, generalmente crea otras distorsiones que a su vez se convierten en causa del funcionamiento inapropiado del mercado. El caso típico es el

CUADRO 13
SUBSIDIO OTORGADO MEDIANTE EL CREDITO DE FOMENTO
DE LOS FONDOS FINANCIEROS

Año	(1) Tasa Activa de Mercado	(2) Tasa del Crédito de Fomento	(3) Tasa de Subsidio	(4) Recursos Redescontados	(5) Subsidio Total	(6) Subsidio Real
	%	%	%	(Millones de \$)	(Millones de \$)	(Millones de \$ de 1978)
1976	38.1	21.0	17.1	15.437	2.640	4.024
1977	36.7	17.6	19.1	27.125	5.181	6.153
1978	38.8	17.4	21.4	38.360	8.209	8.209
1979	43.4	20.9	22.5	47.500	10.689	8.298
1980	45.8	22.7	23.1	52.349	12.093	7.455.6
1981	47.5	22.7	24.8	67.348	16.702	8.151.3
1982	47.9	22.6	25.3	93.959	23.771	9.351.3
1983	43.7	21.5	22.2	122.535	27.203	9.174.7
1984	44.8	22.6	22.2	157.492	34.963	9.969.5
1985	45.3	22.6	22.7	192.147	43.617	10.155.3
1986	41.2	22.6	18.6	245.266	45.619	8.783.0
1987	41.4	31.4	10.0	305.067	30.507	4.736.0
1988*	42.3	33.5	8.8	338.703	29.806	3.879.0

Fuentes y Metodología:

(1). Tasa de CDT más diez puntos de margen de intermediación; 1987 y 1988 corresponden a la tasa de colocación de la Superintendencia Bancaria.

(2). Promedio Ponderado por la participación de cada uno de los Fondos en el total de recursos redescontados.

Fuente: 1980-1988: Cálculos efectuados con base en datos reportados por María Claudia Correa en un memorando Interno sobre el crédito de fomento. 1976-1979: Carrizosa "Las tasas de Interés y el Ahorro Financiero en Colombia", *Banca y Finanzas*, Septiembre, 1985.

(3). (1) - (2)

(4). Revista del Banco de la República; datos a fin de año.

(5). (3) x (4)

(6). (5) deflactada por IPC.

* Datos a julio 15.

de la intervención estatal a través del crédito de fomento. El propósito de esta sección es calcular el valor del subsidio otorgado mediante el crédito del fomento, y el costo que la financiación de este crédito implica para los intermediarios financieros.

A nadie escapan los beneficios que trae el crédito de fomento y por ello, el subsidio financiero que se otorga a diferentes actividades productivas mediante este canal asciende a sumas no despreciables (*Cuadro 13*). La aparente disminución en el subsidio que se observa en 1986 y 1987 obedece a la política diseñada por las autoridades, consistente en reemplazar el subsidio de tasas artificialmente bajas por una mayor disponibilidad de recursos⁵⁷.

Sin embargo, la intervención estatal a través del crédito de fomento tiene efectos nocivos que han sido analizados desde una perspectiva

teórica en diferentes escritos⁵⁸; debido a la escasa popularidad y la poca aceptación política que tienen los argumentos en contra del crédito subsidiado, es un tema que no ha sido estudiado a fondo en el caso colombiano. A pesar de esto, existen unos pocos estudios que examinan los efectos adversos del crédito de fomento y llegan a conclusiones como que la política de fomento agropecuario no es la más adecuada en el mediano plazo para elevar la rentabilidad de la actividad, como sí lo es la inversión en infraestructura agrícola⁵⁹.

En referencia al crédito al sector industrial, se ha demostrado que la existencia de tasas de interés controladas y la forma de asignación del crédito por parte de los intermediarios financieros conduce a la concentración del poder económico al quedar racionadas las empresas de menor tamaño⁶⁰. En cuanto al efecto directo del crédito subsidiado sobre el mercado de capitales, algunos especialistas⁶¹ han planteado que la existencia de este crédito barato ha impedido el surgimiento de un mercado accionario y estimulado el endeudamiento por parte de las empresas. A nivel conceptual es fácil demostrar que cuando esta es la situación, el valor de la empresa depende directamente de la tasa de subsidio y el monto del endeudamiento; por esta razón se prefiere el endeudamiento a la emisión de acciones.

La anterior hipótesis parece ser ratificada por la experiencia colombiana (Anexo Cuadro 5). Nótese cómo en la década del 50, cuando el crédito de fomento inició su desarrollo⁶², disminuyen los aportes de capital como fuente de financiación de la sociedad anónima. Este proceso continuó en la década del 60, junto con un incremento de los préstamos como fuente de financiación, cuando se crearon una buena parte de los fondos financieros⁶³.

El crédito de fomento se financia en buena parte con recursos provenientes de las inversiones obligatorias de los bancos comerciales y corporaciones financieras, aunque en los últimos años se ha buscado cambiar esta orientación para que los Fondos Financieros se nutran de recursos pagando tasas de mercado. La anterior forma de financiamiento traslada a los intermediarios financieros buena parte del costo de la política de fomento; en el *Cuadro 14* se presenta un estimativo de dicho costo.

Juntando los resultados obtenidos en esta sección con los de la anterior, podemos calcular un costo conjunto para el sector bancario del sistema de encajes e inversiones obligatorias. Como se mencionó atrás, el costo del sistema de encajes depende del nivel que uno suponga es el nivel óptimo de encajes; por ello, el *Cuadro 15* resume diferentes opciones.

Siendo realistas debemos considerar la cifra del Costo Intermedio⁶⁴ como la más apropiada; ésta representa el costo que las políticas monetaria

CUADRO 14
COSTO PARA LOS BANCOS COMERCIALES DEL SISTEMA
DE INVERSIONES OBLIGATORIAS

Año	(1) Inversiones Obligatorias 1 /	(2) Rendimiento de las Inversiones 2 /	(3) Costo Bruto 3 /	(4) Costo Neto 4 /	(5) Costo Neto Real 5 /
	(Mill. de \$)	%	(Mill. de \$)	(Mill. de \$)	(Mill. de \$ de 1978)
1976	10.254	8.31	3.907	3.055	4.657
1977	12.631	10.40	4.635	3.322	3.945
1978	15.524	11.05	6.023	4.308	4.308
1979	17.739	13.31	7.699	5.338	4.144
1980	23.011	12.29	10.539	7.711	4.754
1981	29.566	12.81	14.044	10.256	5.005
1982	35.972	14.27	17.230	12.087	4.755
1983	45.651	13.91	19.949	13.599	4.587
1984	57.425	16.46	25.726	16.274	4.640
1985	65.260	17.16	29.563	18.364	4.275
1986	80.471	17.15	33.154	19.353	3.726
1987	98.789	17.17	40.899	23.937	3.715
1988*	123.980	18.43	52.444	29.594	3.941

1 / Se refiere a promedios anuales del saldo.

2 / Fuente: Columna 3 del cuadro 12.

3 / (1) x Tasa Activa de Interés

4 / (3) - (1) x (2)

5 / (4) deflactada por IPC.

* Datos a mayo.

y de fomento han representado para el sistema bancario. También puede interpretarse este costo como parte del pago que deben efectuar los intermediarios financieros por apropiarse de rentas monopolistas derivadas de las barreras, impuestas por la autoridad económica, a la entrada a este mercado. Igualmente puede verse esta transferencia como el traslado de los intermediarios al Gobierno de una parte del impuesto inflacionario que estos recaudan. Nótese que este costo, como proporción del capital del sistema bancario, o de su margen financiero, representa montos muy significativos; a partir de 1985 se registra una disminución en los indicadores de su importancia. En la siguiente sección veremos una de las consecuencias de trasladar estos costos al sistema bancario.

3. La política monetaria y el sector financiero

Durante esta década el sector financiero atravesó por momentos difíciles, debido a razones que han sido analizadas en diversos artículos⁶⁵; la hipótesis central es que la baja capitalización del sistema inducida por las condiciones de rentabilidad⁶⁶, no permitió que el sector respondiera

CUADRO 15
COSTO PARA LOS BANCOS DEL SISTEMA DE ENCAJES
E INVERSIONES OBLIGATORIAS

Año	(1) Costo Mínimo 1 /	(2) Costo Intermedio 2 /	(3) Costo Máximo 3 /	(4) Costo Intermedio 4 /	(5) Costo Intermedio 4 / 5 /
	(Millones de \$)	(Millones de \$)	(Millones de \$)	Capital + Reservas	Margen Financ. Bruto
1976	3.055	7.648	12.240	0.77	0.86
1977	3.322	10.572	17.822	0.83	0.89
1978	4.308	15.613	26.918	0.99	1.05
1979	5.338	21.842	38.346	1.17	1.11
1980	7.711	29.882	52.053	1.23	1.02
1981	10.256	37.961	65.666	1.35	1.01
1982	12.087	44.071	76.054	1.32	0.99
1983	13.599	41.286	68.973	1.17	0.75
1984	16.274	48.717	81.160	1.30	0.84
1985	18.364	55.772	93.179	1.24	0.79
1986	19.353	66.425	113.498	0.88	0.67
1987	23.937	88.178	152.420	0.85	0.63
1988*	29.594	124.387	219.180	0.89	0.74

1. Si se supone que el nivel de encajes actual es el óptimo; por lo tanto el único costo es el de las inversiones obligatorias. Columna 4 del cuadro 14.
 2. Si se supone que el nivel óptimo de encajes es la mitad del observado; se divide la columna (5) del cuadro 12 por dos, y se suma a (1).
 3. Si se supone que la totalidad del encaje debía eliminarse; se suma a (1) la columna (5) del cuadro 12.
 4. No incluye el Banco de Colombia a partir de 1982.
 5. Margen Financiero Bruto = Ingresos Financieros - Egresos Financieros.
- * El rubro capital + reservas fue estimado para junio con base en el dato observado a marzo. Lo mismo para el Margen Financiero Bruto.

adecuadamente ante la crisis de confianza originada por prácticas ilegales de algunos intermediarios. Adicionalmente, la concentración del riesgo y la etapa recesiva por la cual atravesó el sector real a principios de esta década, contribuyeron a que el sistema financiero entrara en crisis. Ante esta situación el Estado respondió ampliando el crédito a los intermediarios y capitalizando directamente algunos de ellos.

El costo de adoptar esta política de respaldo directo ha sido parcialmente cuantificado en un artículo reciente de la Asobancaria⁶⁷; el ejercicio central del mismo consiste en tomar el monto total de los préstamos y operaciones efectuados con el sistema financiero, valorar su costo a precios de mercado y deducir el pago efectivo que hicieron los agentes por estos recursos. Este subsidio puede verse en la columna (1) del Cuadro 16⁶⁸.

Sin embargo, los autores del artículo en referencia no estiman el subsidio implícito en los aportes de capital que el Estado ha efectuado en

CUADRO 16
SUBSIDIO DEL ESTADO AL SECTOR FINANCIERO
1982-1987

Año	(1) Subsidio por Intereses y y Transfe- rencias 1 /	(2) Subsidio por Aportes de Capital 2 /	(3) Subsidio Total 3 /	(4) Subsidio Real 4 /	(5) Subsidio Utilidades 5 /	(6) Subsidio Capital + Reservas 5 /
	(Millones de \$)	(Millones de \$)	(Millones de \$)	(Millones de \$ de 1978)	(%)	(%)
1982	179	1.143	1.322	520	43.0	4.0
1983	1.723	750	2.473	834	63.8	7.0
1984	5.818	347	6.165	1.758	130.2	16.4
1985	10.466	177	10.643	2.478	292.4	23.7
1986	13.825	12.390	26.215	5.047	471.6	34.5
1987	23.495	16.384	39.879	6.190	199.2	38.6

1. Fuente: Delgado, L. F. y Roda, P. "El Apoyo del Estado al Sector Financiero en su Reciente Crisis: Recursos Dirigidos y Costos Asociados", *Banca y Finanzas*, Asobancaria, Febrero, 1988.

2. Fuente: Apéndice Estadístico G.

3. (2) + (1)

4. (3) deflactado por el IPC, dic. 1978 = 100

5. No incluye las utilidades en el capital del Banco de Colombia.

diferentes intermediarios; esta tarea la realizamos en el Apéndice Estadístico G, y los resultados se presentan en el *Cuadro 16*.

El beneficio social que representó incurrir en estos costos es de innegable importancia, aunque es imposible de cuantificar. Claro está que en algunos casos específicos el subsidio tuvo implicaciones redistributivas bastante cuestionables, y con razón se ha criticado⁶⁹.

Otra de las consecuencias de un sistema de encajes e inversiones obligatorias demasiado oneroso, es el elevado margen de intermediación que se obtiene; en promedio, en 1986, 1987 y lo que va corrido de 1988 este margen fue de 9.48 puntos, 10.3 puntos, y 9.1 puntos respectivamente⁷⁰. Este diferencial tan grande entre las tasas activa y pasiva de interés demuestra ineficiencia en el proceso de intermediación financiera en Colombia, al igual que una necesidad de los bancos de trasladar parte de los costos de la política monetaria al usuario del crédito. El resultado directo de este margen tan amplio es que se incentiva la desintermediación financiera.

Así, en esta sección se calculó el costo del subsidio que el Estado otorgó al sistema financiero durante el período 1982-1987. Este costo, al igual que el amplio margen entre las tasas activas y pasivas de interés, puede interpretarse como un resultado indirecto de los costos que las políticas

contraccionista y de fomento han representado para los bancos. Es decir, es un resultado indirecto de la forma en que se cobra a los intermediarios el hecho de que se les permite recaudar parte del impuesto inflacionario y gozar de rentas monopolistas derivadas de barreras a la entrada a este mercado.

III. CONCLUSIONES

En la primera parte del trabajo se vió cómo el objetivo de la política financiera en los últimos años ha sido el de incrementar la eficiencia en la asignación de recursos, para lo cual ésta se ha orientado a permitir una mayor injerencia de las fuerzas del mercado en la determinación de los precios. Puesto que ésta no es una condición suficiente que garantice la correcta asignación de los recursos, simultáneamente se ha buscado reducir el financiamiento de actividades estatales con recursos de emisión, y aminorar el costo que el sistema de encajes e inversiones obligatorias representa para los intermediarios financieros.

Algunos de los objetivos gradualmente se han ido logrando, mientras que otros se han visto interrumpidos transitoriamente en mayor o menor grado. Por ejemplo, la reducción en las inversiones obligatorias como proporción de las captaciones ha sido un proceso continuo desde la década pasada, mientras que la política de unificación y reducción de los elevados niveles de encaje ha sufrido prolongadas interrupciones.

A pesar de lo anterior, la orientación general de la política se ha mantenido para estimular el desarrollo financiero. Se vió cómo el ahorro financiero debía considerarse una variable explicativa de la inversión, estableciéndose un vínculo entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, en la medida en que el primero pueda inducir mayores captaciones de los intermediarios. También se encontró una correlación positiva entre el ahorro macroeconómico privado (según Cuentas Nacionales) y el ahorro financiero, lo cual implica que el segundo no es determinado exclusivamente por el desarrollo financiero y la política de este sector.

El logro de los objetivos de la política financiera depende de la coherencia que exista entre los diferentes componentes de la política macroeconómica, tal como se analizó en la segunda parte del trabajo. Se vió en general cómo, durante la primera mitad de esta década, la política económica fué inconsistente con los objetivos que se pretendían lograr con la flexibilización de los controles sobre el sistema financiero.

De una parte el sector público registraba un deterioro estructural en su capacidad para generar ahorro, financiando una buena parte del faltante fiscal con recursos de emisión. Por otro lado, la política cambiaria, al

permitir la revaluación del peso, dirigía recursos hacia el sector productor de bienes no transables y estimuló las importaciones que se financiaron con endeudamiento externo. Finalmente, la política monetaria dependía casi exclusivamente de los encajes para el control de la liquidez de la economía, trasladando así el costo de dicha política al sistema financiero y al usuario del crédito.

Sólo a partir de 1984 se logra una coordinación de las políticas fiscal, monetaria, y del sector externo para estimular la generación de ahorro interno, y sobre todo, para dirigir los recursos allí donde sean más productivos. Los correctivos principales consistieron en la reducción del faltante fiscal y la eliminación casi por completo del crédito del Emisor como fuente de su financiamiento. En segundo lugar está el cambio de la estrategia del control de la liquidez por parte de la autoridad monetaria: las operaciones de mercado abierto, a pesar del costo financiero que conllevan, han permitido un mejor control de los medios de pago, al tiempo que reducen el costo que los excesivos niveles de encaje implican para los intermediarios financieros. Finalmente, la política cambiaria se orientó a recuperar y mantener un tipo de cambio real que no perjudicara la competitividad de la producción doméstica en los mercados internacionales.

Vimos cómo la intervención de la autoridad económica implicó costos y subsidios para algunos agentes, y por lo tanto, afectó la asignación de recursos. Es decir, la intervención del Estado no fue neutra, y hay que ser conscientes de los efectos colaterales que ésta conlleva, para no imputar estos costos como fallas de la política financiera o del mercado de capitales.

NOTAS:

1. Shaw E. "La Moda y la Economía en el Mercado de Capitales" en *El Mercado de Capitales en Colombia*, Banco de la República, 1971.
2. Ver Fama E. "Banking in the Theory of Finance" en *Journal of Monetary Economics*, enero, 1980.
3. Ver Diamond, D.W. "Financial Intermediation and Delegated Monitoring" en *Review of Economic Studies*, Julio, 1984. También, Williamson, S. "Financial Intermediation, Business Failures and Real Business Cycles en *Journal of Political Economy*, vol. 95, No. 6, 1987.
4. Lewis A. "The Theory of Economic Growth", Londres, George Allen and Unwin, p. 229, 1955.
5. McKinnon, R. "Money and Capital In Economic Development", Washington, Brookings Institution, 1973.
6. Debe tenerse en cuenta que el ahorro en activos financieros es apenas una de las formas en que los individuos pueden ahorrar. También pueden estos hacerlo comprando finca raíz, objetos de arte, u otros activos. Esta posibilidad ha sido estudiada a nivel teórico por Fry, M. "Analyzing Disequilibrium Interest-Rate System in Developing Countries", World Development, New York, Basic Books, 1983. Para el caso colombiano, Sarmiento, E. menciona este punto en "Las Fallas del Mercado de Capitales" en *Revista de la Cepal*, diciembre 1985.
7. Sobre el nivel óptimo de encajes se harán algunas referencias más adelante. Por el momento debe señalarse que es un instrumento cuya existencia se puede justificar como un mecanismo de la autoridad económica para cobrar a los intermediarios parte del impuesto inflacionario que éstos recaudan del resto de las sociedades. Igualmente puede verse el encaje como una forma de extraer las rentas monopolistas apropiadas por los intermediarios financieros, derivadas de la barrera a la entrada a este mercado impuestas por la misma autoridad económica. Sobre los intermediarios y el impuesto inflacionario ver Correa, M.C. "Consideraciones sobre el Régimen de Inversiones Forzosas del Sistema Bancario y el Impuesto Inflacionario", ensayos sobre política Económica (ESPE), junio 1986.
8. Ver Diamond, op. cit.
9. Stiglitz, J. "Credit Markets and the Control of Capital" en *Journal of Money Credit and Banking*, mayo 1985.
10. Ejemplos de mercados segmentados en nuestro medio son los de recursos de largo y corto plazo. Igualmente, las ineficiencias que presenta el mercado accionario colombiano, como la de que riesgo y rentabilidad de las acciones no estén positivamente correlacionados (ver Apéndice Estadístico A) hacen que ésta no sea una fuente verdadera de financiación de las empresas obligándolas a financiarse exclusivamente con crédito.
11. En Colombia más de la mitad de la inversión fija es autofinanciada por las mismas empresas. Ver Acosta, O.L. "Estructura Financiera de las Sociedades. Ejercicio de Aplicación de las Cuentas Financieras", ESPE, diciembre 1986.
12. Ortega, F. "Evolución reciente del sector financiero", ESPE, marzo, 1982; Jaramillo, J.C. "La liberación del mercado financiero, ESPE, marzo 1982. "La Recuperación del Sistema Financiero", Notas Editoriales, Revista del Banco de la República, julio 1985 y "Orientación del Sistema Financiero y sus Resultados", Notas Editoriales, Revista del Banco de la República, mayo 1988.
13. Por controles a los intermediarios entiéndase el sistema de encajes, inversiones forzosas, y topes a las tasas de interés. No se refiere a la supervisión de las actividades de los intermediarios; éstos deben ser siempre vigilados pues intervienen en la creación de un bien público, como lo es el dinero y el crédito.
14. Las tasas de créditos otorgados con recursos provenientes del CDT no podían superar en más de cinco puntos las tasas de capitalización (Res. 51 / 74), que a su vez, estaban controlados.
15. La Resolución 51 / 74 amplió la relación de CDT a capital más reservas del 50% al 100%.
16. Por ley (Decreto 340 de 1980) el presupuesto de los Fondos debía estar balanceado.
17. Ver Jaramillo, op. cit. p. 17-18.

18. Recuérdese que desde 1977 existía un encaje marginal del 100% sobre los incrementos en depósitos en cuenta corriente.
19. Este tema será tratado con más detalle en la última parte del presente trabajo.
20. "El Control Administrativo de las Tasas de Interés", Notas Editoriales, Revista del Banco de la República, enero 1986.
21. Sin embargo, dada la estructura oligopólica del mercado financiero colombiano, puede ser que el objetivo de la autoridad económica sea el control de precios (nominales) de este mercado. Desde este punto de vista la regulación administrativa de las tasas de interés, como señal al mercado, sí funcionó, puesto que después de la eliminación de los controles las tasas nominales siguieron bajas.
22. Ver una reseña sobre estos debates en Steiner, R. "La inflación y la Tasa Nominal de Interés". Documento de Trabajo. Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República, julio 1988.
23. Ver Apéndice Estadístico F. Estos resultados confirman los de Steiner, R. "La Causalidad de Granger Aplicada a los Precios y a la Tasa de Interés", Documento de Trabajo, Banco de la República, junio, 1988. Steiner trabajó con un período más amplio 1967-1988, y con datos trimestrales. La interpretación que se ha hecho de los resultados obtenidos en este trabajo es similar a la de Schuwert, W. "Test of Causality: The Message in the Innovations", Theory, Policy and Institutions, ed. Brunner K. y A. Meltzer, Nort Holland, 1983.
24. Grupo de Estudios del Departamento de Investigaciones Económicas, "Controles Monetarios y Distorsiones Estadísticas", ESPE, No. 1, marzo 1982.
25. Caballero, C. "La Experiencia de Tres Bancos Colombianos en Panamá" Coyuntura Económica, marzo 1988.
26. Ver Herrera, S. "Relaciones de Clientela y Concentración en el Sistema Bancario", en ESPE, No. 4, diciembre 1983.
27. En el Apéndice Estadístico E se presenta alguna evidencia sobre la evasión de los controles a las tasas de interés.
28. Ver Ocampo, J.A., Londoño, J.L. y Villar, L., "Ahorro e Inversión en Colombia" Coyuntura Económica, junio, 1985 y Sarmiento, E. "Funcionamiento y Control de una Economía en Desequilibrio", cap. 7.
29. Khatkhate, D.R. "Assesing the Impact of Interest Rates in Less Developed Countries". World Development, mayo, 1988.
30. Este tema será tratado en la segunda parte del trabajo. En lo que se refiere a los estudios sobre el ahorro en Colombia, tiene serias limitaciones que surgen debido, principalmente, al nivel de agregación de la información, ya que la forma ideal de hacer estos estudios es con datos desagregados por tipo de agente económico. Ver King, M. "The Economics of Saving: a Survey of Recent Contributions", Frontiers of Economics, ed. Arrow, K. y S. Honkapohja, Basil Blacwell, 1985.
31. Ver Patrick, H.T. "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", Economic Development and Cultural Change, enero 1966.
32. Desde 1956, con su modelo de crecimiento, Solow señalaba la diferencia entre los cambios que afectan el nivel de la producción y aquellos que afectan su tasa de crecimiento. Por ejemplo, en el modelo de Solow, un aumento en la tasa de ahorro de la economía se manifiesta en un mayor nivel de producto de equilibrio de largo plazo, pero no en su tasa de crecimiento. Esta discusión ha sido retomada recientemente por Lucas, R. "On the Mechanics of Economic Development", Journal of Monetary Economics (22) 1988.
33. Ver por ejemplo, Jung, W.S. "Financial Development and Economic Growth: International Evidence". Economic Development and Cultural Change, enero 1986.
34. Como ahorro financiero se toman los cuasidineros, CDT de compañías de financiamiento comercial, y cédulas hipotecarias. En el Apéndice Estadístico B se pueden ver las series utilizadas para estas pruebas. La posibilidad de estar capturando una correlación espúrea entre las variables se ha eliminado, pues las series han sido transformadas de tal forma que sus residuales sean ruido blanco. Véase el Apéndice Estadístico B.

35. Ahorro del sector privado con fuente DANE: no se considera el sector público, pues en gran medida el ahorro o desahorro del sector refleja decisiones de política económica.
36. Ver Granger, C. y P. Newbold, "Forecasting Economic Time Series", Academic Press, Capítulo 6, 1977.
37. En el Apéndice Estadístico C se pueden ver los modelos ARIMA para cada una de las series.
38. Ver en el Apéndice Estadístico C el correlograma cruzado entre RESPRI y REM1SF. Esta relación es confirmada por el hecho de que el ahorro privado (como proporción del ingreso nacional) está significativamente correlacionado con el ahorro financiero (como proporción del PIB) dos períodos más tarde. Ver el correlograma cruzado entre RESPIB y RESFIP.
39. Se encontró una correlación negativa, estadísticamente significativa, entre el ahorro financiero de un período y el volumen de impuestos pagados por el sector privado dos períodos antes. Ver Apéndice Estadístico D; debe recordarse que estos resultados son simples coeficientes de correlación y por lo tanto no pueden ser utilizados para hacer afirmaciones contundentes sin un análisis estadístico más detallado.
40. Ver anexo Cuadro 3.
41. Este cambio ha sido detectado econométricamente en el trabajo de Cuddington, J. y Urzúa, C. "Tendencias y Ciclos del PIB Real y el Déficit Fiscal de Colombia" en ESPE No. 12, diciembre, 1987.
42. El decreto 73 de 1983 modificó la distribución de la UCVD.
43. Entre 1974 y 1976 se colocaron Pagarés de Emergencia Económica, PAS, mediante un sistema de subastas. El valor de los títulos colocados entre el público en esos tres años fue de \$1.254 millones, \$966,5 millones, y \$1.540 millones respectivamente; en promedio, en pesos de 1988, se colocaron \$18.000 millones, o sea un 60% del valor de los TAN voluntariamente adquiribles vigentes en la actualidad. Esta cifra sobreestima la importancia de los PAS puesto que incluye títulos vendidos, por acuerdo, a empresas públicas.
44. Ver, Restrepo, H.J., Serna, J.G., y Rosas, M.G., "Inflación, Financiamiento y Capitalización Empresarial" en ESPE No. 4, diciembre 1983.
45. De acuerdo con el Informe Final de la Comisión del Gasto Público 1986, en Economía Colombiana, separata No. 12, abril de 1987, la relación marginal producto-capital en las empresas públicas es del 10.4% mientras en las empresas del sector privado es de 41%.
46. Claro está que la comparación entre la eficiencia del sector público y la del privado debe hacerse con suma cautela por la naturaleza distinta de los bienes que se producen; así cuando se desagregan las empresas públicas de acuerdo con el tipo de bien que producen, para hacerlas más comparables con empresas del sector privado, se sigue observando una marcada diferencia en la eficiencia marginal del capital.
47. Varios trabajos describen y analizan el proceso de auge financiero, por ejemplo, Jaramillo, J.C., op.cit.
48. Ver Kamas, L. "Dutch Disease Economics and the Colombian Export Boom" en World Development, 1986. También ver, Gómez, H.J. "La Economía Llegal en Colombia: Tamaño, Evolución, Características e Impacto Económico", Coyuntura Económica, septiembre 1988.
49. Este tema ha sido analizado en detalle en un artículo recientemente de Cuddington, J. "El Manejo de las Bonanzas de Exportación: El Caso del Café", en Coyuntura Económica, junio 1988.
50. Para un análisis detallado de cómo la estructura financiera afecta variables reales en un modelo de equilibrio general ver, Cole, H. "Financial Structure and International Trade" en International Economic Review, mayo 1988.
51. Ver Ocampo, J.A. "Una Nota sobre la Relación entre Financiamiento Externo, Ahorro e inversión" en ESPE, junio 1988.
52. Ver Notas Editoriales de la Revista del Banco de la República, abril 1988.
53. Dornbusch, R. "External Debt, Budget Deficits and Disequilibrium Exchange Rates" en International Debt and Developing Countries, editado por G.W. Smith y J. Cuddington, Banco Mundial, 1985.

54. Ver Harberger, A. "Lessons for Debtor-Country Managers and Policymakers", en Smith y Cuddington, op. cit.
55. Definido como (M1-Base Monetaria); las variables utilizadas han sido desestacionalizadas. Fuente: . Clavijo, S. y Gómez, H. "Selección y Control de Agregados Optimos". Documento de trabajo, Banco de la República, agosto 1988.
56. El costo neto expresado en las columnas (5) y (6) del Cuadro 12 fue calculado suponiendo que la totalidad del encaje presentado se podía colocar en el mercado; es decir, se utilizó como punto de comparación un nivel de encaje nulo. Pero podría pensarse que existe un nivel de encaje óptimo, en cuyo caso debería utilizarse para calcular el "exceso de encaje"; desde un punto de vista teórico no existe consenso acerca del nivel óptimo de encajes. Algunos autores como, Poole y Lieberman en "Improving Monetary Control" BPEA, 2 (1972), concluyen que si el objetivo es controlar M1 el nivel óptimo de encaje es cero, mientras que si el objetivo es controlar M2 el control óptimo se logra igualando el nivel de encaje M1 y los cuasidineros. Por ejemplo, si se considera que el nivel de encaje óptimo es la mitad del actualmente existente, el costo del encaje actual debería compararse con este nivel, lo que implica que las columnas (5) y (6) del Cuadro 12 se reducen a la mitad. Podría justificarse la mitad del nivel observado de encajes como óptimo, comparándolo con niveles de éstos registrado en otros países en desarrollo. Ver Fry, M. "Money, Interest and Banking in Economic Development", Johns Hopkins, 1988.
57. Ver el Discurso del Ministro de Hacienda en la XXV Convención Bancaria, Cartagena, noviembre 1987.
58. Ver Kane, E.J. "Good Intentions and Unintended Evil - The Case Against Selective Credit Allocation" JMCB, 9, 1977. También ver Undermining Rural Development with Cheap Credit, editado por Adams, D.W. et. al, Westview Press, Boulder, 1984.
59. Ver Fainvoim, I. "El Riesgo y la Política de Crédito de Fomento Agropecuario", en ESPE, junio 1986.
60. Tybout, J. "Interest Controls and Credit Allocation in Developing Countries". JMCB, noviembre 1984.
61. Ver Hommes, R. "Evolución Histórica del Mercado de Acciones en Colombia" en Seminario sobre Underwriting de Valores, 1984 y Hernández, A., Política de Redescuento 1950-1970", en lecturas sobre Moneda y Banca en Colombia, Fondo Cultural Cafetero, 1976.
62. Decreto Legislativo 756 de 1951.
63. Este resultado también ha sido determinado por factores ampliamente analizados, tales como la doble tributación de las sociedades y la deducibilidad de los intereses pagados de las obligaciones tributarias. Carrizosa, M, Hacia la Recuperación del Mercado de Capitales en Colombia, Editorial Presencia, 1986.
64. Supone que el encaje óptimo es la mitad del observado. Ver Cuadro 15.
65. Ver por ejemplo, Montenegro, A., "La Crisis del Sector Financiero Colombiano" en ESPE No. 4, diciembre de 1983 y la Recuperación del Sistema Financiero, Notas Editoriales, Revista del Banco de la República, julio 1985.
66. Ver Herrera, S. op. cit. 1983.
67. Delgado, L.F. y Roda, P., "El Apoyo del Estado al Sector Financiero en su Reciente Crisis: Recursos Dirigidos y Costos Asociados" En Banca y Finanzas, Asobancaria, febrero 1988.
68. Esta cifra también incluye "transferencias" del Estado al sector financiero que capturan el efecto de medidas específicas de política económica para aumentar la rentabilidad de los intermediarios, como por ejemplo la elevación del rendimiento de las inversiones obligatorias.
69. Sarmiento, P. Eduardo, "Privatización o Socialización de Pérdidas, El Espectador, junio 19 de 1988.
70. Margen de intermediación = diferencia entre la tasa de colocación y captación de recursos. Fuente: Superintendencia Bancaria, margen de intermediación total de bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial.

ANEXO CUADRO 1

Obs.	(1) ICDR ¹	(2) INFIPM ²	(3) IREAL ³
1982.02	38.70	24.50	11.58
1982.03	38.20	25.30	10.29
1982.04	39.00	25.10	11.11
1982.05	38.60	26.20	9.82
1982.06	38.20	26.10	9.59
1982.07	37.50	25.60	9.47
1982.08	37.30	26.30	8.70
1982.09	36.70	26.70	7.89
1982.10	37.10	26.90	8.03
1982.11	36.90	25.40	9.17
1982.12	35.90	24.60	9.06
1983.01	35.60	24.10	9.26
1983.02	34.70	23.50	9.06
1983.03	34.10	22.40	9.55
1983.04	33.60	23.90	7.82
1983.05	33.30	24.70	6.89
1983.06	33.20	23.90	7.50
1983.07	33.30	23.60	7.84
1983.08	32.90	20.70	10.10
1983.09	32.80	19.40	11.22
1983.10	33.30	19.10	11.92
1983.11	33.10	18.80	12.03
1983.12	34.20	18.00	13.72
1984.01	35.00	18.70	13.73
1984.02	34.40	18.70	13.22
1984.03	34.50	18.60	13.40
1984.04	34.40	17.60	14.28
1984.05	34.50	16.10	15.84
1984.06	34.90	16.50	16.19
1984.07	35.50	17.00	16.30
1984.08	34.50	18.70	14.95
1984.09	34.70	18.90	14.95
1984.10	35.00	18.00	13.47
1984.11	35.30	19.50	13.54
1984.12	34.40	21.20	14.66
1985.01	35.90	21.20	12.46
1985.02	34.40	23.30	12.12
1985.03	34.60	24.70	9.00
1985.04	34.50	24.60	7.93
1985.05	35.40	26.00	7.94
1985.06	34.70	27.20	7.46
1985.07	35.40	26.40	5.89
1985.08	35.40	26.00	7.12
1985.09	36.10	26.00	7.46
1985.10	35.70	26.00	8.01
1985.11	35.50	24.60	7.69
1985.12	35.90	24.60	8.74
1986.01	32.90	23.00	7.17
1986.02	30.50	23.50	5.66
1986.03	30.10	23.00	5.77
1986.04	30.40	23.00	6.01
1986.05	30.40	20.40	8.30
1986.06	30.70	18.40	10.30
1986.07	31.90	19.50	10.37

ANEXO
CUADRO 1
(Continuacion)

Obs.	(1) ICDR ¹	(2) INFIPM ²	(3) IREAL ³
1986.08	31.20	20.70	8.69
1986.09	30.70	21.60	7.48
1986.10	31.60	22.80	7.16
1986.11	32.00	23.30	7.05
1986.12	32.10	24.40	6.18
1987.01	31.40	25.10	5.03
1987.02	30.00	25.40	3.66
1987.03	30.40	24.90	4.40
1987.04	30.20	24.40	4.66
1987.05	30.80	25.20	4.47
1987.06	30.80	25.50	4.22
1987.07	30.60	25.60	3.98
1987.08	30.10	24.30	4.66
1987.09	30.70	24.40	5.06
1987.10	32.10	24.10	6.44
1987.11	32.30	24.50	6.26
1987.12	34.20	25.20	7.18
1988.01	33.40	24.80	6.89
1988.02	34.30	25.00	7.44
1988.03	35.30	26.40	7.04
1988.04	36.80	27.10	7.63
1988.05	36.20	27.30	6.99
1988.06	36.50	29.20	5.65
1988.07	37.20	29.50	5.94
1988.08	35.71*	30.50	3.99
1988.09	32.10	29.8	1.77

* Dato a 26 de agosto.

1. Tasa de interés de los CDT a 90 días de bancos y corporaciones financieras.

2. Variación anual en el índice de precios por mayor del comercio.

3. $\frac{1 + (1)}{1 + (2)}$

ANEXO
CUADRO 2

Año	Impuestos Totales ¹		Impuestos Pagados Por el Sector Privado ²	
	Millones de \$	% PIB	Millones de \$	% PIB
1970	17.699	13.3	16.557	12.5
1971	21.450	13.8	19.420	12.5
1972	23.654	12.5	21.917	11.6
1973	31.501	13.0	26.652	11.0
1974	41.942	13.0	35.808	11.1
1975	56.017	13.8	49.017	12.1
1976	79.424	14.9	67.303	12.6
1977	104.541	14.6	80.952	11.3
1978	155.655	17.1	114.258	12.6
1979	168.709	14.2	111.094	9.3
1980	222.990	14.1	151.445	9.6
1981	256.350	12.9	202.190	10.2
1982	319.453	12.8	247.188	9.9
1983	363.252	11.9	280.767	9.2
1984	500.970	13.0	383.104	9.9
1985	694.541	14.0	542.873	10.9
1986	1.037.839	15.5	795.709	11.9
1987	1.432.218	16.3	n.d.	n.d.

1. Fuente: DANE, Cuentas Nacionales, suma de impuestos directos e indirectos, Cuadro 28.

2. Fuente: DANE, El Sector Público Colombiano.

ANEXO
CUADRO 3

Año	Var. PIB %	Costos Operativos	
		Préstamos Nuevos %	Cartera Mala ¹ Crédito Total %
1975	2.3	8.05	5.94
1976	4.7	8.07	7.66
1977	4.2	7.22	6.74
1978	8.5	7.19	6.73
1979	5.4	6.10	6.65
1980	4.1	6.24	7.18
1981	2.3	9.54	8.70
1982	0.9	13.07	14.64
1983	1.6	13.46	16.19
1984	3.4	13.91	25.35
1985	2.4	14.55	25.08
1986	5.1	13.78	22.62
1987*	5.4	13.05	21.50

* Datos a Junio.

1. Cartera Mala = Incluye Deudas de Dudoso Recaudo, Cartera Vencida, Bienes Recibidos en Pago.
Cartera Total = Incluye Cartera, Inversiones Voluntarias, Deudores Varios, Créditos en Moneda Extranjera.

Fuente: Cálculos efectuados con información suministrada por Rodrigo Suescún, y por el Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República.

ANEXO
CUADRO 4
GASTO Y VALOR AGREGADO DEL SECTOR PUBLICO
COMO PROPORCION DEL PIB %

Año	Gasto / PIB	Valor Agregado Generado por:		
		Administraciones Públicas	Empresas Públicas no Financieras	Instituciones Financieras
1970	14.8	7.2	5.3	1.5
1971	16.9	8.2	5.2	1.5
1972	15.9	7.8	5.3	1.4
1973	15.2	8.2	5.0	1.4
1974	13.7	8.0	5.2	1.4
1975	14.7	7.4	5.2	1.5
1976	13.8	6.8	5.6	1.3
1977	14.3	8.2	5.6	1.4
1978	14.0	8.2	5.6	1.6
1979	14.9	10.3	5.9	1.5
1980	17.5	10.5	6.5	1.6
1981	18.2	9.0	7.2	1.6
1982	19.0	9.7	7.3	1.6
1983	20.2	9.8	7.8	2.1
1984	19.7	10.8	8.5	2.0
1985	19.9	10.5	7.8	2.1
1986	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1987	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: DANE.

ANEXO
CUADRO 5
FUENTES DE FINANCIACION DE LA SOCIEDAD
ANONIMA EN COLOMBIA
1941 - 1985*
 (Porcentajes)

	1941-1945	1945-1952	1953-1959	1960-1968	1975-1980	1981-1985
Aumentos de Capital	44.5	43.7	28.1	19.6	16.8	23.3
Préstamos	33.8	35.4	32.6	45.5	54.9	45.0
Fuentes Internas	21.7	20.9	39.3	34.9	28.4	31.7

Fuente: 1941-1985: Pieschacón C. "La Política Económica y el Mercado Bursátil en El Mercado de Capitales en Colombia, Ahorro y Crédito, 1973.

1975-1985: Cuentas Financieras, Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República.

ANEXO
CUADRO 6
TASAS DE INTERES NOMINAL Y REAL

	(1) Tasa Nominal ¹ de Interés	(2) Inflación ² esperada	(3) Inflación ³ Observada	(4) Tasa Real ⁴ de Interés	(5) Tasa Real de ⁵ Int. Ex-post
1970	11.9	14.0	7.6	-1.8	4.0
1971	14.8	13.5	11.5	1.2	1.8
1972	15.4	20.0	18.3	-3.8	-2.5
1973	19.0	23.8	27.9	-3.9	-7.0
1974	25.4	28.7	36.0	-2.6	-7.8
1975	25.2	24.3	25.4	0.7	0.2
1976	28.1	20.2	22.9	6.6	4.2
1977	26.7	24.9	26.7	1.4	0.0
1978	28.8	16.8	17.6	10.3	9.5
1979	33.4	25.2	27.8	6.5	4.4
1980	35.8	22.5	24.2	10.9	9.3
1981	37.5	22.1	24.1	12.6	10.8
1982	37.9	22.7	25.7	12.4	9.7
1983	33.7	21.3	21.7	10.2	9.9
1984	34.8	18.5	18.3	13.8	13.9
1985	35.3	22.9	24.9	10.1	8.3
1986	31.2	20.7	22.0	8.7	7.5
1987	31.1	22.7	24.9	6.9	5.0
1988	35.4	26.0	29.2	7.4	4.8

1. **Fuente:** 1980-1988 promedio de la tasa de CDT de la encuesta del Banco de la República. 1988 hasta junio.

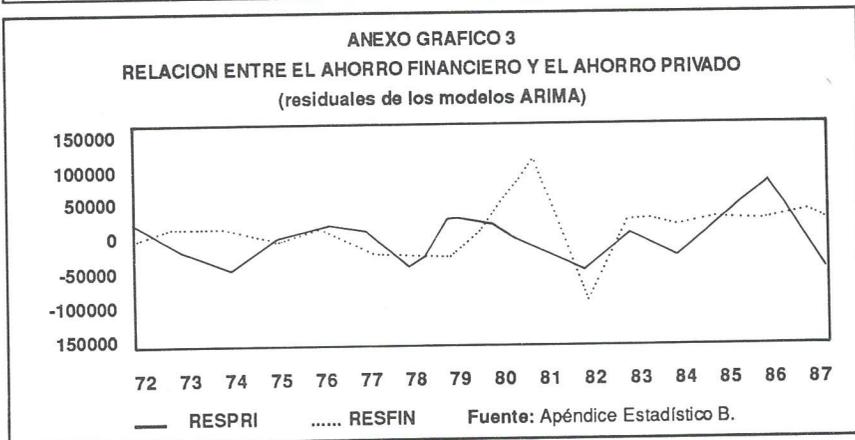
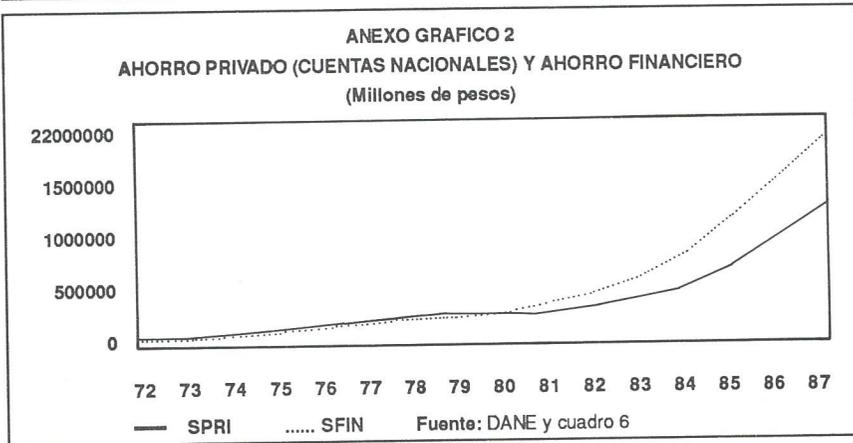
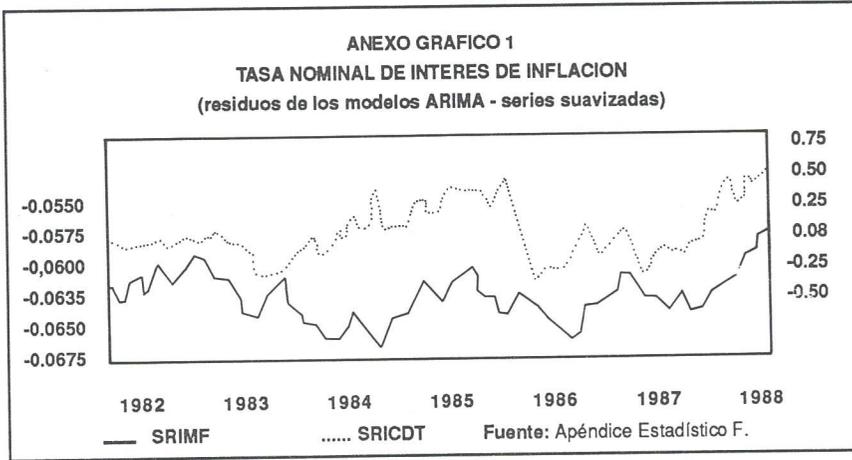
1970-1979 Carrizosa, M. op. cit. Rentabilidad del CAT a 120 días.

2. **Fuente:** Metodología de Steiner, R. "La Inflación y la Tasa Nominal de Interés", el cálculo se efectuó con el IPM.

3. Se refiere a la variación porcentual anual del IPM.

4. Calculada como $1 + \frac{(1)}{1 + (2)}$

5. $\frac{1 + (1)}{1 + (3)}$



APENDICE ESTADISTICO A

	Rentabilidad Promedio %	Coefficiente Beta
Simesa	27.1	0.2
Fabricato	21.4	0.3
Banco de Colombia	25.5	0.4
Bancoquia	18.8	-0.7
Colseguros	10.7	0.4
Bavaria	20.1	-0.2
Coltabaco	19.4	-0.1
Coltejer	14.4	3.0
Argos	16.4	-0.2
Eternit	17.4	2.0
Avianca	-19.8	21.4
Paz de Río	11.4	11.8

APÉNDICE ESTADÍSTICO A

Con base en la información reportada en el libro de Carrizosa, se tomó una muestra de 12 empresas para el período 1960-1984 y se calculó el beta¹. Este coeficiente se correlacionó con la rentabilidad promedio de las acciones de cada una de las empresas durante todo el período, y resultó un coeficiente de correlación de 0.93. Lo anterior sirve como evidencia para afirmar que, en el mercado accionario colombiano, las acciones de más alto riesgo no son las más rentables, lo cual va en contra de la eficiencia económica.

1. El beta es el coeficiente de regresión entre la rentabilidad de la acción de una empresa, y la rentabilidad del mercado. Bajo algunos supuestos simplificadores, este parámetro se puede interpretar como el riesgo de una acción; a mayor valor del coeficiente mayor riesgo. Ver Haugen, R. *Modern Investment Theory*, Prentice Hall, 1986.

APENDICE ESTADISTICO B

MODELO ARIMA PARA M1 + AHORRO FINANCIERO

Muestra 1953 - 1987

VARIABLE	COEFICIENTE	ERR. EST.	T.	SIG.
C	28188.234	8502.6370	3.3152343	0.002
MA(2)	0.5204068	0.2168133	24002531	0.022
MA(4)	0.6573229	0.2329463	2.8217787	0.008
R ²	0.259177	Media Var. dep.		18389.26
R ² Ajustada	0.212875	D.E. de dep. var.		53196.97
E.E. de regresión	47196.37	Suma de res. cuad.		7.13 D + 10
Durbin - Watson	1.734749	Verosimilitud		-424.7672

MODELO ARIMA PARA AHORRO FINANCIERO

Muestra 1953 - 1987

VARIABLE	COEFICIENTE	ERR. EST.	T.	SIG.
C	15916360	5664.5997	2.8097943	0.009
MA (2)	0.4152547	0.1904061	2.1808893	0.037
MA (4)	0.5328883	0.2009111	2.6523585	0.012
MA (5)	0.5177124	0.2047071	2.5290401	0.017
R ²	0.301722	Media Var. dep.		11139.47
R ² Ajustada	0.234147	D.E. de dep. var.		37241.35
E.E. de regresión	32591.04	Suma de res. cuad.		3.29 D + 10
Durbin - Watson	2.168026	Verosimilitud		-411.2518

MODELO ARIMA PARA LA INVERSION

Muestra 1953 - 1987

VARIABLE	COEFICIENTE	ERR. EST.	T.	SIG.
AR (1)	1.4644241	0.0618195	23.688706	0.000
R ²	0.928320	Media Var. dep.		47734.20
R ² Ajustada	0.928329	D.E. de dep. var.		95958.91
E.E. de regresión	25691.22	Suma de res. cuad.		2.24 D + 10
Durbin - Watson	2.004412	Verosimilitud		-404.5422

APÉNDICE ESTADÍSTICO B

PRUEBAS DE CAUSALIDAD ENTRE AHORRO FINANCIERO E INVERSIÓN

Ahorro Financiero=SFIN= Cuasidineros + CDT de Compañías Financiamiento + Cédulas Hipotecarias. La serie tuvo dos diferenciaciones de orden uno, y luego se construye un modelo con parámetros de media móvil de orden 2, 4, y 5. Los residuales de este modelo se denominan RESFIN.

M1+SFIN= La serie se diferenció dos veces y luego se introdujeron parámetros de media móvil de orden 2 y 4. Los residuales de este modelo los denominamos REM1SF.

Inversión= Datos de formación bruta de capital fijo y variación de existencias.

1950-1969 fuente Banco de la República

1970-1987 fuente DANE.

La serie diferenciada una vez, con un parámetro autoregresivo de orden uno, produce residuales que son ruido blanco. Los residuales del modelo se denominan RESINV.

Utilizando las innovaciones (residuales) de estos modelos se efectuaron las pruebas Granger, utilizando 4 rezagos en cada una de las variables.

El estadístico $F(5,21)$ para las pruebas de causalidad entre SFIN e inversión, y M1 + SFIN e inversión es de 7,69 y 5,75 respectivamente, que son significativos con un 99% de confiabilidad.

APENDICE ESTADISTICO C

MODELO ARIMA PARA EL AHORRO PRIVADO

Muestra 1972 - 1987

VARIABLE	COEFICIENTE	ERR. EST.	T.	SIG.
MA (4)	-0.0348250	0.3317165	-2.5166821	0.025
AR (1)	1.2756305	0.2319190	5.5003284	0.000
R ²	0.992348		Media Var. dep.	317324.6
R ² Ajustada	0.991801		D.E. de dep. var.	334507.5
E.E. de regresión	30288.65		Suma res. cuad.	1.28 D + 10
Durbin - Watson	2.236441		Verosimilitud	-186.7312

MODELO ARIMA PARA AHORRO FINANCIERO COMO PROPORCION DEL PIB

Muestra 1972 - 1987

VARIABLE	COEFICIENTE	ERR. EST.	T.	SIG.
C.	0.2483405	0.1310962	1.8943382	0.079
AR(1)	0.9236759	0.0792340	11.657574	0.000
R ²	0.909194		Media Var. dep.	0.144437
R ² Ajustada	0.902708		D.E. de dep. var.	0.57415
E.E. de regresión	0.017909		Suma res. cuad.	0.004490
Durbin - Watson	2.277488		Verosimilitud	42.72468

MODELO ARIMA PARA AHORRO PRIVADO COMO PROPORCION DEL INGRESO NACIONAL DISPONIBLE

Muestra 1972 - 1987

VARIABLE	COEFICIENTE	ERR. EST.	T.	SIG.
C	0.1399859	0.0013764	101.70751	0.000
MA (4)	-0.8705222	0.2597389	-3.3515276	0.005
AR (2)	-0.5044209	0.1440214	-3.5024028	0.004
R ²	0.559061		Media Var. dep.	0.138563
R ² Ajustada	0.491224		D.E. de dep. var.	0.009466
E.E. de regresión	0.006752		Suma res. cuad.	0.000593
Durbin - Watson	1.577521		Verosimilitud	58.92569

CORRELOGRAMA CRUZADO ENTRE AHORRO PRIVADO Y M1 + AHORRO FINANCIERO

Muestra 1972 - 1987

COR (RESPRI, REM1SF (-I))		COR (RESPRI, REM1SF (+ I))		i	Rezago	Avance
---	----		----	0	-0.3957	0.3957
			-----	1	-0.2544	0.4572
	-		-	2	0.1161	-0.0642
--			----	3	-0.2348	-0.3929
--			-	4	-0.2480	0.0659
	-----			5	0.5414	-0.0429
-				6	-0.0958	-0.0391
-			-	7	-0.1074	-0.0750
			-	8	-0.0067	0.0972
			-	9	0.0437	0.1251
				10	0.0173	-0.0127

CORRELOGRAMA CRUZADO ENTRE AHORRO PRIVADO COMO PROPORCIÓN DEL INGRESO DISPONIBLE Y AHORRO FINANCIERO COMO PROPORCIÓN DEL PIB

Muestra 1972 - 1987

COR (RESPIB, RESFIP (-I))		COR (RESPIB, RESFIP (+ I))		i	Rezago	Avance
---	-		-	0	0.0657	0.0657
	--		----	1	-0.2604	-0.1147
				2	0.1512	0.5496
--				3	-0.1958	0.0060
--			---	4	-0.1820	0.0493
			--	5	-0.0200	-0.2889
			-	6	-0.2369	-0.1650
			--	7	-0.0014	0.2413
-			-	8	-0.1436	-0.1073
			----	9	-0.0059	0.2560
				10	0.0158	-0.0395

APÉNDICE ESTADÍSTICO C RELACIÓN ENTRE AHORRO FINANCIERO Y AHORRO PRIVADO

Las variables de ahorro financiero y sus modelos fueron descritos en la sección anterior de este Apéndice.

El ahorro privado = spr_i , tiene un parámetro autoregresivo de orden 1 y uno de media móvil de orden 4; sus residuos se denomina RESPRI.

Otras variables utilizadas fueron el ahorro financiero como proporción del PIB, que tiene parámetro autoregresivo de orden 1, y cuyos residuos denominamos RESFIP.

También el ahorro privado, como proporción del ingreso nacional disponible, tiene un parámetro autoregresivo de orden 2 y uno de media móvil de orden 4; sus residuos se denomina RESPIB.

APENDICE ESTADISTICO D

MODELO ARIMA PARA LOS IMPUESTOS PAGADOS POR EL SECTOR PRIVADO

Muestra 1971 - 1986

VARIABLE	COEFICIENTE	ERR. EST.	T.	SIG.
C.	17579.785	12211.529	1.4477945	0.171
MA (7)	-0.8576775	0.2575491	-3.3301515	0.005
AR(1)	1.3927824	0.2475256	5.6268208	0.000
R ²	0.993822		Media Var. dep.	195992.6
R ² Ajustada	0.992872		D.E. de var. dep.	217449.3
E.E. de regresión	18358.84		Suma de res. cuad.	4.38D + 09
Durbin - Watson	1.668010		Verosimilitud	-178.1278

MODELO ARIMA PARA LOS IMPUESTOS DEL SECTOR PRIVADO COMO PROPORCION DEL PIB

Muestra 1971 - 1986

VARIABLE	COEFICIENTE	ERR. EST.	T.	SIG.
C.	0.1095476	0.0052725	20.777198	0.000
AR(1)	0.5102516	0.2195725	2.3238408	0.036
R ²	0.278361		Media Var. dep.	0.109938
R ² Ajustada	0.226815		D.E. de var. dep.	0.011722
E.E. de regresión	0.010307		Suma de res. cuad.	0.001487
Durbin - Watson	2.065902		Verosimilitud	51.56429

CORRELOGRAMA CRUZADO ENTRE AHORRO FINANCIERO E IMPUESTOS DEL SECTOR PRIVADO

SMPL 1971-1986

16 Observaciones

COR (RESFIN, RETXPR (-))	COR (RESFIN, RETXPR (+))	i	Rezago	Avance
		0	0.2098	0.2098
		1	-0.1291	0.2264
		2	-0.6030	-0.1791
		3	0.1743	-0.0730
		4	-0.1511	0.0099
		5	0.4134	0.1507
		6	-0.2502	0.0456
		7	-0.1751	-0.0165
		8	0.0517	0.0495
		9	0.1213	-0.0301
		10	0.0630	-0.0012

**CORRELOGRAMA ENTRE EL AHORRO
FINANCIERO COMO PROPORCION DEL PIB Y
LOS IMPUESTOS DEL SECTOR PRIVADO
COMO PROPORCION DEL PIB**

SMPL 1972 - 1986
15 Observaciones

COR (RESPIB, RESFIP (-))		COR (RESPIB, RESFIP (+))		i	Rezago	Avance
-	-	-	-	0	0.1339	0.1339
----	-	-	-	1	-0.1190	-0.1244
-	---	-	-	2	-0.4985	-0.2382
-	---	-	-	3	0.3319	-0.1989
-	---	-	---	4	-0.3465	0.1614
-	---	-	---	5	0.3486	0.2792
-	---	-	-	6	0.0849	-0.0610
-	---	-	-	7	0.1837	0.0418
-	---	-	-	8	-0.0881	0.1130
-	---	-	-	9	0.0199	0.0825
-	---	-	-	10	-0.0039	0.1045

**CORRELOGRAMA ENTRE M1 + AHORRO
FINANCIERO E IMPUESTOS DEL SECTOR PRIVADO**

SMPL 1971-1986
16 Observaciones

COR (REM1SF, RETXPR (-))		COR (REM1SF, RETXPR (+))		i	Rezago	Avance
-	---	-	---	0	0.2668	0.2668
----	-	-	---	1	-0.0359	0.1787
-	---	-	-	2	-0.4995	-0.2675
-	---	-	-	3	0.0998	-0.1015
-	---	-	---	4	-0.0974	-0.0275
-	---	-	---	5	0.3413	0.1503
-	---	-	-	6	-0.2832	0.0621
-	---	-	-	7	-0.4289	0.0382
-	---	-	-	8	0.0213	0.0679
-	---	-	-	9	0.1318	0.0208
-	---	-	-	10	0.2377	0.0187

APÉNDICE ESTADÍSTICO D

El modelo para la serie de impuestos pagados por el sector privado, TXPR, tienen un parámetro autoregresivo de orden 1 y uno de media móvil de orden 7; sus residuales, RETXPR, son los utilizados en el cálculo de las correlaciones.

APENDICE ESTADISTICO E

Semana	(1) Tasa de CDT %	(2) Rentabilidad Promedio para el Comprador en Bolsa %	(3) Premio por Obtener liquidez (%)
27 Junio - 1 Julio	35.1	36.9	-1.8
5 Julio - 8 Julio	34.5	36.9	-2.4
11 Julio - 15 Julio	34.4	37.3	-2.9
18 Julio - 22 Julio	35.2	37.4	-2.2
25 Julio - 29 Julio	34.8	37.1	-2.3
1 Ago. - 5 Ago.	34.8	37.4	-2.6
9 Ago. - 12 Ago.	35.1	37.2	-2.1
16 Ago. - 19 Ago.	35.3	37.5	-2.2
23 Ago. - 26 Ago.	35.2	37.9	-2.7
29 Ago. - 2 Sept.	31.3	35.3	-4.0
5 Sept. - 9 Sept.	31.4	35.3	-3.9
12 Sept. - 16 Sept.	31.3	35.3	-4.0
19 Sept. - 23 Sept.	31.1	35.3	-4.2
26 Sept. - 30 Sept.	31.1	35.1	-4.0

Fuente:

- (1) Corresponde a la tasa de interés promedio de CDT a 90 días de la encuesta diaria del Banco de la República.
- (2) Es el promedio de la rentabilidad efectiva anual para el comprador (incluidas comisiones) reportada en los boletines de la bolsa. Para las semanas de septiembre se consideran solo los CDT a 90 días emitidos durante ese mes; para la semana de agosto se toman los CDT a 90 días emitidos durante ese mes; así, para cada uno de los meses, solo se consideran los CDT transados y emitidos durante el respectivo mes.
- (3) Corresponde a la diferencia entre (1) y (2).

APÉNDICE ESTADÍSTICO E

Evidencia de que algunos intermediarios están evadiendo los controles a las tasas de interés la constituye la evolución del premio por obtener liquidez vendiendo en el mercado secundario CDT emitidos por bancos comerciales. En las semanas anteriores al 29 de agosto, el vendedor de un CDT a 90 días debía pagar, en promedio, 2,4 puntos para obtener liquidez en el mercado secundario¹ (ver Apéndice Estadístico E); para los CDT emitidos después del 29 de agosto, que fueron vendidos en la bolsa durante el mes de septiembre, casi que se duplicó el premio por liquidez. Este fenómeno es difícil de explicar, y puede deberse a que la tasa de CDT reportada no refleja la totalidad de lo que está recibiendo el ahorrador por su dinero.

1. Los dos puntos corresponden a la diferencia entre la tasa de interés del CDT y la rentabilidad efectiva anual de los CDT transados en Bolsa según el Boletín diario de la Bolsa de Bogotá. Esta diferencia, supuestamente, es el premio por obtener liquidez y debe ser pagada por el poseedor original del título.

APENDICE ESTADISTICO F

MODELO ARIMA PARA LA TASA DE INTERES

Muestra 1982.02 - 1988.08

VARIABLE	COEFICIENTE	ERR. EST.	T.	SIG.
C.	32.415189	0.6111884	53.036325	0.000
MA (9)	-0.3240161	0.1168872	-2.7720405	0.007
MA (25)	-0.6297104	0.1169435	-5.3847416	0.000
AR (1)	0.8625684	0.0669095	12.891568	0.000
R ²	0.922950	Media Var. dep.		34.07987
R ² Ajustada	0.919868	D.E. de dep. var.		2.394867
E.S. de regresión	0.677928	Suma de res. cuad.		34.46899
Durbin - Watson	1.656862	Verosimilitud		-79.33533

MODELO ARIMA PARA LA INFLACION

Muestra 1982.02 - 1988.08

VARIABLE	COEFICIENTE	ERR. EST.	T.	SIG.
MA (1)	0.3564734	0.1171713	3.0423267	0.003
MA (12)	-0.6529662	0.1170699	-5.5775763	0.000
MA (15)	-0.2590523	0.1178864	-2.1974748	0.031
AR (1)	1.0016430	0.0305808	32.754030	0.000
R ²	0.938867	Media Var. dep.		23.36835
R ² Ajustada	0.936421	D.E. de dep. var.		3.220947
E.S. de regresión	0.812155	Suma de res. cuad.		49.46966
Durbin - Watson	2.004650	Verosimilitud		-93.60666

CORRELOGRAMA CRUZADO ENTRE LA TASA DE INTERES Y LA TASA DE INFLACION

Muestra 1982.2 - 1988.08

COR (REICDT, REINF (-l))		COR (REICDT, REINF (+l))		i	Rezago	Avance
-			-	0	-0.0756	-0.0756
			---	1	0.0294	0.3365
--			--	2	0.1839	0.1890
			-	3	0.0476	0.0911
			--	4	0.0239	0.1871
-				5	0.1063	0.0348
-			-	6	0.0332	0.0349
-			-	7	-0.0573	0.1014
--			-	8	0.1563	0.0823
			-	9	-0.0135	-0.1100
-			-	10	-0.0351	-0.0094
-			-	11	-0.1408	-0.1066
---			-	12	-0.2270	-0.0351
-			-	13	-0.0957	0.0861
-			-	14	0.0670	0.0714
--			-	15	-0.1782	-0.0405
-			-	16	0.1051	0.0345
			-	17	0.0362	-0.0110
-			-	18	-0.0792	-0.0710
-			-	19	-0.1200	0.0530
-			-	20	0.1462	-0.0964
-			-	21	-0.0726	-0.0495
-			-	22	-0.0378	-0.0448
-			-	23	0.0700	-0.1313
--			-	24	-0.1521	-0.0379

APÉNDICE ESTADÍSTICO F

El modelo ARIMA para la tasa de interés ICDDT tiene un parámetro autoregresivo de orden 1, uno de media móvil de orden 9, y uno de media móvil de orden 25. Sus residuales las denominamos REICDDT.

El modelo ARIMA para la inflación medida por el índice de precios al por mayor, INFIPM, tiene un parámetro autoregresivo de orden 1, y tres de media móvil de orden 1, 12, y 15 respectivamente; sus residuos los denominaremos REINF.

Tomando seis rezagos en cada una de las variables, el estadístico $F(6,61)$ para probar la significancia del conjunto de coeficientes de la tasa de interés como predictor de la inflación es igual a 2.84 que es significativo con un 95% de confiabilidad. Si el número de rezagos se reduce a 3 y se incluye la ICDDT contemporánea, el $F(4,69) = 3.36$ que es significativo casi al 99% de confiabilidad.

Esta relación es confirmada por el correlograma cruzado según el cual la tasa de interés está significativamente correlacionada con la tasa de inflación del período siguiente.

APENDICE ESTADISTICO G
DATOS PARA EL CALCULO DEL SUBSIDIO DEL ESTADO
AL SECTOR FINANCIERO POR APORTES DE CAPITAL

	(1) Costo de Oportunidad	(2) Rentabilidad Patrimonial de los Aportes de Capital	(3) Tasa de Subsidio	(4) Total Aportes de Capital	(5) Total Subsidio
	%	%	%	(Mill. de \$)	(Mill. \$)
1982	7.6	-14.5	22.1	5.174	1.143
1983	6.8	-7.7	14.5	5.174	750
1984	8.0	1.3	6.7	5.174	347
1985	6.3	2.9	3.4	5.174	177
1986	10.8	-23.7	34.5	35.914	12.390
1987	13.9	-24.2	38.1	42.950	16.384

(1) Corresponde al promedio simple de la Rentabilidad Patrimonial de bancos privados, mixtos y oficiales tradicionales.

(2) Corresponde al promedio ponderado de la Rentabilidad Patrimonial de las entidades financieras donde el Estado hubiera aportado capital: Banco del Estado, de Colombia, Tequendama, Trabajadores, Granfinanciera, Pronta y Banco del Comercio.

(3) (1) - (2)

(4) Fuente: Delgado y Roda, op. cit.

(5) (3) x (4)

COMENTARIO Y DISCUSIÓN

Eduardo Sarmiento Palacio

Antes de iniciar, deseo expresarle mis agradecimientos al Dr. Carlos Caballero por la invitación a participar en esta reunión sobre el mercado de capitales. Hace varios años tuve la oportunidad de presentar una ponencia en el primer certamen de esta naturaleza por invitación del entonces Subgerente del Banco de la República, Dr. Miguel Urrutia.

Hace quince días recibí el documento del Dr. Herrera en donde se menciona en la portada que el trabajo corresponde a una versión preliminar y se especifica que los juicios expresados no comprometen al Banco de la República. El propósito inicial de efectuar un diálogo sobre ventajas, problemas y posibles ajustes de la política financiera del Gobierno, no pueden adelantarse sobre la base de este documento. Por esa razón, prefiero no dedicar mucho tiempo a los comentarios al documento del Dr. Herrera, y más bien, referirme a la concepción global de la liberación financiera, su aplicación a los países en desarrollo y lo que, a mi juicio, es la opinión del Gobierno sobre la materia.

CONCEPCIÓN TEÓRICA

La liberalización financiera se fundamenta en los principios clásicos. Tal vez la justificación más clara de la aplicación de estos criterios a los países en desarrollo se encuentra en un famoso libro del profesor McKinnon¹ publicado al comienzo de la década del setenta. En él se sostiene que la intervención en el mercado financiero mediante topes en las tasas de interés y orientación del crédito se ha manifestado en una reducción del ahorro y la eficiencia económica. Se considera que la eliminación de esta restricción aumentaría el ahorro y la inversión y conduciría los recursos hacia actividades más eficientes. Naturalmente, ambos factores contribuyeron a acelerar el crecimiento económico. De allí surgió lo que podría interpretarse como una teoría del desarrollo liderado por el sector financiero y las altas tasas de interés.

Varios de los supuestos de McKinnon planteaban estudios empíricos que no se habían realizado en ese momento. Así, la relación entre la tasa de interés y el ahorro, que en cierta manera se había descartado en los

desarrollos teóricos Keynesianos, se intentó revivir. En esto había algo de razón. En alguna forma, se podía alegar que las variaciones en las tasas de interés no eran suficientemente grandes para que alteraran el ahorro. Se trataba, al fin y al cabo, de un efecto no observable.

Algo similar podría decirse con relación a la movilización de los recursos. Es posible que en un mundo en donde existe un gran número de ahorristas e inversionistas que operan dentro de una amplia competencia, el mercado conduzca los recursos hacia las actividades más eficientes. Sin embargo, este razonamiento no puede extenderse directamente a los países en desarrollo que se caracterizan por una elevada concentración financiera. En este caso, la conveniencia de la liberación financiera constituye por lo menos un problema empírico.

Claro está que la validez de un modelo liderado por las altas tasas de interés no dejaba de parecer una excentricidad en los países en desarrollo. No era intuitivamente claro que la tasa de interés condujera en el largo plazo a un mayor crecimiento económico. Ni siquiera en los países desarrollados se advertía una relación directa entre las dos variables. Por ejemplo, en el caso de los Estados Unidos, así como de los países europeos, se ha observado sistemáticamente lo contrario. En la primera parte de la década, las altas tasas de interés coincidieron con situaciones de recesión y alto desempleo. Por otra parte, su viabilidad aparecía cuestionable en un país en donde existen serias presiones para mejorar tanto la distribución del ingreso como la participación del trabajo en el ingreso nacional. De hecho, las altas tasas de interés implican bajos salarios especialmente cuando el precio de los bienes de capital está dado por las importaciones.

Debo reconocer que en el repaso que hice para elaborar estos comentarios, el libro de McKinnon me pareció mejor que hace 15 años. En ese entonces pensaba que McKinnon se fundamentaba en una serie de premisas irreales que en la realidad no tenían ninguna viabilidad. Consideraba que la teoría del ahorro y los estudios empíricos disponibles en ese momento constituían evidencia suficiente para rechazar el efecto de las tasas de interés. Así mismo, pensaba que la teoría Keynesiana de la liquidez y la alta concentración del mercado de capitales constituían suficiente información para suponer que la entrega del sector financiero al interés privado conduciría a situaciones insospechadas. Ahora definitivamente estoy seguro que el experimento de dejar súbitamente libres los mercados financieros sin un estudio profundo sobre sus repercusiones económicas fue un acto de irresponsabilidad. Reconozco, sin embargo, que hoy en día las cosas se ven más claras que años atrás. Indudablemente la liberación financiera abrió la caja de Pandora, dejando al descubierto aspectos desconocidos. El mérito del experimento reside en que permitió apreciar en

forma ampliada fenómenos que no eran fácilmente observables bajo condiciones normales.

Hace un año, cuando tuve la oportunidad de referirme a éste mismo tema en unos comentarios al libro de Balassa y asociados², anotaba que era inaceptable que en ese trabajo se presentaran los mismos argumentos de principios de la década del setenta y no se incorporara la experiencia de los últimos quince años cuando se adelantó una amplia liberación del sector financiero. Señalaba que la evolución durante este período suministra una amplia información empírica para examinar la validez de muchos de los supuestos que se plantearon en el pasado y que ahora pretenden reivindicarse. Cualquier propuesta para volver a la liberación del crédito y a las tasas de interés tiene que empezar por examinar lo que ocurrió en estos quince años y, especialmente, en la crisis financiera que fue un denominador común en América Latina. A continuación se estudian los efectos sobre el ahorro, la asignación de recursos y la estabilidad financiera.

TASAS DE INTERÉS Y EL AHORRO

La liberación financiera generó extensa información para analizar la relación entre el ahorro y la tasa de interés. El nexo entre las dos variables se había ocurrido por las reducidas variaciones a las que había sido sujeta la tasa de interés. Si bien se sabía que una alteración de dos puntos en la tasa de interés no afectaba los hábitos de consumo de las familias, se desconocía el impacto de variaciones de seis o siete puntos porcentuales. Pues bien, la magnitud de la elevación de las tasas de interés que se presentó durante el proceso de liberación financiera suministró un marco casi de laboratorio para dilucidar esta interrogación.

En mi libro "Funcionamiento y control de una economía en desequilibrio" se muestra que la influencia de la tasa de interés sobre el ahorro en Colombia es muy pequeña³. Las variaciones de éste se explican principalmente por las fluctuaciones del sector externo y la política fiscal. Joseph Ramos⁴ encontró un comportamiento similar para Argentina y Chile. En general, se observa que la elevación de la tasa de interés, que se presentó en estos tres países en la segunda parte de la década del setenta no tuvo ninguna influencia sobre el ahorro.

Este resultado contrasta con la evolución de los títulos financieros. En general, se advierte que la elevación de las tasas de interés trajo consigo un aumento del ahorro transferible. En mi libro antes mencionado demostré que este comportamiento obedece a una sustitución entre las distintas modalidades de mantener la riqueza. Así, el aumento de ahorro financiero

provino de una reducción del ahorro en forma de acciones, inversiones directas, etc. y no de una reducción del consumo presente. Al final, las alteraciones de la tasa de interés no afectaron el ahorro global.

LIBERACIÓN FINANCIERA Y EFICIENCIA

Los proponentes de la liberación financiera se fundamentaron en una visión demasiado simple del sector financiero. Suponían que estaba conformado por innumerables ahorradores e inversionistas y que la competencia entre ellos conduciría los recursos hacia las actividades más eficientes. Así mismo, se dió por hecho que la tasa de interés está limitada por la rentabilidad de la inversión. Desde luego, los proponentes de esta concepción se quedaron esperando su verificación. Desde hace más de diez años se vienen preguntando cuáles son los fabulosos proyectos que permiten cubrir préstamos con tasas de interés reales del 20%.

La realidad es muy distinta en Colombia. De tiempo atrás han existido grandes oportunidades de compra y venta de empresas, divisas, etc., que están restringidas para aquellos agentes económicos que disponen de los recursos para financiar las transacciones. Por otra parte, la liberación financiera propició el desarrollo de condiciones que facilitaban la especulación y la acción monopolística. Se fortalecieron los vínculos entre la propiedad financiera e industrial y se agilizó la utilización del crédito para obtener ventajas monopolísticas. Todo esto resultó en una gran preferencia por liquidez que alteró fundamentalmente el modelo tradicional de ahorro e inversión. Las altas tasas de interés, generadas por la liberación financiera, no eran el reflejo de la alta rentabilidad y eficacia de las empresas que obtenían los créditos. Por el contrario, son el producto de la elevada demanda de recursos líquidos para obtener ganancias especulativas o prevenir la liquidación de pérdidas por descenso de los precios de los activos.

Naturalmente, estas condiciones de altas tasas de interés y proliferación de los títulos de corto plazo no han sido las más apropiadas para la capitalización de las actividades productivas. La financiación de las empresas industriales está representada en una gran proporción por crédito de corto plazo, y la financiación agrícola se destina principalmente a actividades transitorias. El debilitamiento de la inversión industrial y agrícola que se observa desde 1978 coincidió con los niveles más altos de tasas de interés de la historia del país.

¿Qué se hacen entonces los recursos? Ellos no pueden ir de actividad especulativa a actividad especulativa sin aterrizar en algún lugar. Lo grave es que este lugar no son las actividades productivas. Las altas tasas de

interés limitan la movilización de los recursos hacia aquellas actividades que no tienen la presión para operar con un balance equilibrado o no poseen condiciones monopolísticas especiales. No es por coincidencia que las tasas más elevadas se paguen en el sector eléctrico, que es el sector más quebrado de la economía, ni en los automóviles, actividad que goza de un claro privilegio monopolista.

INESTABILIDAD

Las deficiencias del sector financiero hicieron crisis en todos los países de América Latina a principios de la década. Las altas tasas de interés se manifestaron en una pérdida creciente de la cartera bancaria. El fortalecimiento del vínculo entre la propiedad financiera e industrial facilitó la acción para la adquisición de empresas. Además, dejó al sistema financiero sin mecanismos automáticos de regulación, pues los problemas de las organizaciones se resolvían aumentando el crédito para financiar las pérdidas y los mayores intereses. Lo cierto es que el crédito se desplazó hacia actividades que no estaban en posición de amortizarlo o se encontraban expuestas a grandes pérdidas especulativas. Al final, varias instituciones bancarias se precipitaron en situaciones de quiebra que obligaron al Gobierno a intervenirlas y destinar cuantiosos recursos para subsanar sus pérdidas de capital. Paradójicamente, la libertad financiera condujo a una mayor intervención del Estado. Es difícil encontrar un ejemplo más nítido del fracaso de un proceso de liberación.

SEGUNDO MEJOR

Los anteriores planteamientos pueden formularse dentro del principio aceptado del segundo mejor. Es cierto que la presencia, distorsiones, rigideces y economías de escala impiden que las economías alcancen una situación de eficiencia óptima o de pareto óptimo. Sin embargo, la corrección de esas distorsiones no significa necesariamente un mejoramiento. Sólo cuando se eliminan todas las deficiencias se puede esperar una ventaja en términos de eficiencia o producción.

Tal vez la mejor ilustración de este principio se encuentra en la libertad cambiaria. No es por casualidad que la aplicación se reduzca únicamente a los grandes países desarrollados. El racionamiento de los recursos financieros internacionales, es decir, la imposibilidad de los países pequeños para obtener todos los recursos deseados a la tasa de interés predominante, la coexistencia de altas fluctuaciones de los precios de los productos básicos y rigideces de salarios y las deficiencias de los sectores financieros

han impedido la implantación de la libertad de cambios en los países en desarrollo. Los intentos de establecer este sistema han resultado traumáticos y fallidos. En el caso chileno el experimento sólo duró un día. Después de 24 horas el Banco Central se vió obligado a intervenir de nuevo el tipo de cambio.

Algo similar, aunque menos contundente, ocurre con el sector financiero. Las diferencias entre la concepción ortodoxa y la realidad se explican principalmente por las imperfecciones del funcionamiento del mercado. La preferencia por la liquidez se origina en las grandes ganancias especulativas resultantes de las deficiencias del mercado. Las prácticas monopolistas provienen del tamaño de los mercados, la concentración económica y la existencia de nexos que facilitan las operaciones simultáneas. Dentro de este contexto no es difícil imaginar que la eliminación de una restricción conduce a otros problemas. Así, la liberación financiera propició un estado de altas tasas de interés, de fortalecimiento de los vínculos de los poderes monopolísticos y una proliferación de operaciones especulativas y concentración del crédito que terminaron en la crisis financiera del año 82. Luego se procedió a intervenir las instituciones financieras mediante el empleo de ingentes recursos del Estado. Posteriormente, se adelantó un proceso de privatización que hasta el momento le ha significado grandes pérdidas al Estado. Durante varios años venimos de segundo mejor en segundo mejor. Lo que no se sabe es, cuál de ellos es peor.

A la luz de esta experiencia es evidente que los procesos de liberación son más complejos de lo que aparece en los planteamientos de equilibrio parcial. No hay ninguna razón válida para esperar que la liberación de un sólo mercado mejore el funcionamiento del sistema económico y su eficiencia. Obviamente, la solución estaría en eliminar todas las restricciones de la economía. Sin embargo, no es posible porque alguna de ellas se encuentra más allá del control inmediato del Gobierno. Tal es el caso del racionamiento de los mercados internacionales de capitales, las rigideces del mercado laboral, la concentración de la propiedad, el tamaño de los mercados locales y las deficiencias de los ajustes de mercado creadas por factores de información.

Mientras no se resuelvan estas situaciones tendremos que vivir con mercados regulados. No es por casualidad que los esfuerzos liberacionistas de estos quince años condujeran a un final insospechado. Luego de quince años se regresó a un sistema de tasas de interés reguladas y de un afianzamiento del crédito dirigido. Así lo demuestran las medidas recientes de la Junta Monetaria para fijar por decreto la tasa de interés y los proyectos de ley que cursan en este momento mediante los cuales se transfieren algunas funciones de crédito a los sectores económicos.

CONCLUSIONES

La experiencia de los últimos años contribuyó a clarificar aspectos que por mucho tiempo han sido materia de debate. La liberación financiera en un sector altamente concentrado de la economía y con grandes oportunidades especulativas da lugar a una gran demanda por liquidez que modifica los presupuestos tradicionales de la economía clásica. No es cierto que el mercado financiero movilice los recursos hacia las actividades más eficientes, como serían la industria y la agricultura. Los fondos se desplazan más bien hacia aquellas actividades que no tienen la restricción de presupuesto y poseen poderes monopolísticos, como son el sector eléctrico y los automóviles. Por otra parte, en los estudios empíricos se observa que la tasa de interés no afecta el ahorro. Así mismo, la liberación financiera estimula los lazos entre el sector financiero y las empresas industriales y la concentración del crédito que le introduce una gran inestabilidad al sector financiero. Por último, quedó totalmente demostrado que las altas tasas de interés no estimulan el crecimiento económico como proponía McKinnon. Por el contrario, en la economía colombiana, al igual que en la mayoría de países de América Latina, existe una relación inversa.

¿Cuál es el propósito de una liberación financiera que no contribuye a elevar el ahorro, ni conduce a una asignación más eficiente de los recursos y, en cambio, implica enormes costos en términos de estabilidad del sector financiero y de altas tasas de interés? Lo grave es que la simple respuesta que hemos tratado de dar a este interrogante en éstos últimos quince años no ha tenido receptividad. Luego de la crisis de 1982-1984 pensé que la teoría de la liberación financiera había llegado al final y que, en su lugar, se introducirían reformas al sector financiero que incorporarían la experiencia de estos últimos quince años y evitarían la repetición de los fenómenos que habían creado la crisis. Sin embargo, en estos cuatro años se ha efectuado un esfuerzo por reivindicar la teoría, lo que ha llevado a la repetición de situaciones que parecían superadas. Los intentos de dejar libres los rendimientos financieros se han manifestado de nuevo en altas tasas de interés y en una movilización de los recursos en contra de la industria y la agricultura. En el desespero se ha procedido a intervenir ambas actividades. Actualmente las tasas de interés están controladas por procedimientos administrativos. En el Congreso cursa un proyecto de ley para trasladar el FFAP al Ministerio de Agricultura.

En principio estoy de acuerdo con la concepción global de estas determinaciones. No debo de advertir, sin embargo, fallas en el diseño. El control de las tasas de interés se hizo independientemente de la política cambiaria. El fortalecimiento del crédito agrícola se realizó en forma aislada, lo que crea dudas sobre la forma de financiación. Hubiera sido mejor

un proyecto global encaminado a separar las funciones de control monetario y de crédito de la Junta Monetaria.

No se requiere ser perspicaz para apreciar una dualidad en la orientación del sector financiero. Los planteamientos del Dr. Herrera pretenden revivir viejos argumentos sobre la liberación financiera, lo que no deja de reflejar el pensamiento de lo que quiere el Banco de la República que fuera el mercado financiero. Lo que el documento no refleja es la política real. Simplemente, los hechos han rechazado la libertad de tasas de interés y de orientación de recursos, obligando al Gobierno a intervenir el sector más que nunca por procedimientos administrativos. Se ha llegado así al peor de los mundos. Hay una lucha entre las autoridades económicas por imponer una teoría y de la realidad para rechazarla.

Los hechos se han encargado de demostrar que las propuestas simplistas del mercado de capitales no pueden trasladarse fácilmente al país. La liberación indiscriminada del sector financiero enfrenta serias resistencias y no es conveniente en aquellas economías en donde existe una gran concentración de la propiedad, mercados reducidos y la alta preferencia por la liquidez para realizar operaciones especulativas. Mientras la economía colombiana no alcance un mayor grado de desarrollo tendremos que aprender a vivir con un mercado financiero regulado.

La solución no está en regresar a la desregulación propuesta por McKinnon, ni a las regulaciones de la década del sesenta. En realidad, no existe una teoría formal para guiar el mercado financiero de los países en desarrollo. Se requiere de una concepción pragmática que, sin interferir con la eficiencia, contribuya a erradicar los factores de especulación y concentración que han impedido el desempeño adecuado del sector. Así, la prohibición del nexo entre la propiedad industrial y financiera estimularía la creación de organizaciones autosuficientes con una mayor capacidad para dedicarse exclusivamente a actividades productivas. La autorización de asociaciones en el sector financiero, dentro de reglas claras y definidas, permitiría suministrar los servicios bancarios en forma conjunta y obtener las ventajas de las economías de escala. El fortalecimiento del crédito dirigido contribuiría a movilizar los recursos financieros hacia las actividades productivas. Algo de esto podría lograrse dentro de una reforma financiera que contemple los siguientes aspectos:

- Eliminar el vínculo entre la propiedad industrial y financiera.
- Reconocer abiertamente las asociaciones dentro del sector financiero, definir las solidaridades entre los miembros, fortalecer los mecanismos de vigilancia y mejorar la información sobre las carteras.
- Circunscribir las funciones de la Junta Monetaria a las tareas de control monetario.

• Trasladar el manejo del crédito a una nueva institución, que podría ser la misma Junta del Banco de la República, con algunos cambios de composición, encargada de distribuir los fondos con criterios de fomento y coordinar las distintas instituciones financieras oficiales.

NOTAS:

1. McKinnon, Ronal: Money and Capital in Economic Development. Washington D.C.: The Brookings Institution, 1973.
2. Sarmiento, Eduardo "Ahorro e Inversión en el Desarrollo" En: ¿Hacia Un Nuevo Modelo de Desarrollo? Un debate. Fedesarrollo, Universidad de los Andes. Tercer Mundo, diciembre 1987.
3. Sarmiento, Eduardo Funcionamiento y control de una economía en desequilibrio. Bogotá: CEREC y Contraloría General de la República, 1984.
4. Ramos, Joseph. Estabilización y Liberización Económica en el Cono Sur. Estudios e Informes de la CEPAL, No. 38, 1984.

EL PROCESO AHORRO-INVERSIÓN Y SUS DETERMINANTES EN COLOMBIA

*José Antonio Ocampo **

En Colombia, como en otros países latinoamericanos, los ajustes de corto plazo han concentrado la atención de la política y de los analistas económicos en los años ochenta. Este hecho refleja el peso abrumador que han tenido en la década actual los desequilibrios que ha enfrentado la economía del país. La reorientación gradual de las discusiones hacia los temas relacionados con el ahorro y la inversión refleja, así, no sólo una sana tendencia de las controversias económicas sino, ante todo, la confianza de la mayor parte de los analistas en que el proceso de crecimiento que se inició en 1986 puede ser la antesala de una nueva fase de expansión económica sostenida.

El análisis de estos temas tiene amplios antecedentes en el país. Los determinantes de la inversión y, en particular, de la inversión industrial, han sido estudiados ampliamente en el pasado. El ahorro ha sido objeto de mucha menor atención y, por ello, no es sorprendente que en torno a él se tejan muchos mitos y aún se repitan sistemáticamente aseveraciones que carecen totalmente de asidero empírico. Este trabajo analiza los determinantes de estas variables en Colombia. La discusión se sustenta en la literatura existente en el país, pero especialmente en un conjunto de investigaciones realizadas en FEDESARROLLO en los últimos años¹.

El trabajo se divide en tres partes. En la primera se analizan los determinantes del ahorro y su relación con el mal llamado "ahorro financiero". En la segunda se discuten los determinantes de la inversión —utilizando para tal propósito no sólo los instrumentos econométricos usuales sino también las más recientes encuestas de opinión empresarial sobre este

* José Antonio Ocampo es investigador colegiado de FEDESARROLLO. Agradezco al BID la autorización para citar algunos de los resultados del estudio de Ocampo y Crane (1988) y al Banco Mundial por permitir utilizar parcialmente la encuesta sobre inversión industrial realizada conjuntamente con FEDESARROLLO.

tema—, y la relación entre la inversión y los flujos financieros de las empresas. El ensayo termina con una corta sección de conclusiones.

I. DETERMINANTES DEL AHORRO

A. UNA BREVE RESEÑA DE LA LITERATURA TEÓRICA

No es fácil clasificar las múltiples teorías que existen sobre los determinantes del ahorro. Sin embargo, a título meramente ilustrativo y, por lo tanto, sin el ánimo de ser exhaustivo², podríamos clasificarlas en tres grandes agrupaciones.

1. La primera comprende todas aquellas teorías que relacionan el ahorro con variables macroeconómicas de carácter doméstico. La mayoría de ellas tienen su sustento en la tradición Keynesiana de pensamiento, aunque han sido también objeto de formulaciones más o menos elaboradas por parte de economistas neo-clásicos. Tal vez la más conocida es la llamada “Hipótesis del ingreso permanente”, según la cual el consumo depende del ingreso que los agentes económicos perciben como estable y, por lo tanto, existe una tendencia a ahorrar una alta proporción de aquellas rentas que consideran “transitorias”. De acuerdo con este tipo de análisis, el ahorro tiende a aumentar en períodos de auge y a disminuir durante las crisis coyunturales de la economía.

Otra teoría, ampliamente difundida en los países en desarrollo, es aquella que establece una relación entre ahorro e inflación. Este tipo de análisis tiene, a su vez, dos variantes. La primera de ellas indica que, cuando se eleva el nivel de precios, los agentes privados se ven obligados a destinar parte de sus ingresos corrientes a restablecer sus tendencias reales de dinero. Este proceso se conoce comunmente hoy en día como “impuesto inflacionario”. Nótese que esta hipótesis establece que la inflación elevará el ahorro **privado**, pero no necesariamente el total; esto último sólo acontecerá cuando quien recibe el impuesto, es decir, el Gobierno, tiene una propensión a ahorrar más alta que aquella típica en el sector privado. La segunda versión indica que la inflación no sólo genera un “ahorro forzoso” a través de esta redistribución del ingreso entre el sector público y privado, sino también entre distintos agentes privados. En especial, los asalariados, que tienen una propensión a ahorrar relativamente baja, pierden ingresos frente a los propietarios de capital. De esta manera, esta redistribución tiende también a elevar la propensión media a ahorrar. Nótese que cualquiera que sea la variante particular que se adopte, sus mecanismos particulares tiene gran afinidad con aquellos que proponen el tercer conjunto de teorías que analizaremos más adelante.

En esta primera agrupación podemos incluir también aquellas teorías que establecen una relación positiva entre el ahorro y la tasa de interés real. A diferencia de las dos anteriores, esta última tiene su sustento principal en el análisis neo-clásico e incluso choca abiertamente con elementos fundamentales de la teoría Keynesiana. De acuerdo con ella, la tasa de interés real es un reflejo de las preferencias intertemporales de los consumidores, es decir, de su preferencia por consumir hoy vs. hacerlo en el futuro. Cuando se eleva dicha tasa, el atractivo de postergar las decisiones de consumo aumenta y, por lo tanto, los agentes económicos como un todo elevarán sus niveles de ahorro. Como se sabe ampliamente, este tipo de análisis fue objeto de una severa crítica por parte de Keynes, quien afirmó que la tasa de interés, era, ante todo, el producto de equilibrios en el mercado del dinero y no un reflejo de las decisiones de ahorro e inversión, y que el determinante fundamental de estos últimos era el nivel de ingreso y no la tasa de interés.

2. Un segundo conjunto de teorías establece una relación estrecha entre el ahorro y el comportamiento del sector externo. A diferencia de las anteriores, estas teorías han sido asociadas casi en forma exclusiva a fenómenos propios de las economías en desarrollo. La que ha recibido mayor atención en la literatura es aquella que establece una relación inversa entre ahorro o, mejor, financiamiento externo, y ahorro doméstico³. La idea esencial que expresa esta teoría es simplemente que parte del financiamiento externo se consume. La interpretación usual de esta relación parte del supuesto de que la disponibilidad de divisas es una de las restricciones básicas al crecimiento de una economía en desarrollo. En estas condiciones si el acceso al financiamiento externo es limitado, el gasto agregado nacional debe restringirse a la cantidad de recursos corrientes y de capital con los cuales cuenta el país. Esta restricción puede afectar tanto las decisiones de inversión como las de consumo privado o público; cuál de estas variables se ajuste dependerá de los instrumentos con los cuales el Gobierno maneja la restricción de divisas. Por ello, cuando el financiamiento externo aumenta, parte del mayor gasto que se realice puede orientarse hacia el futuro.

Una interpretación alternativa de esta misma relación se deriva de la economía política de la tributación. De acuerdo con este tipo de análisis, el acceso al financiamiento público externo permite que el Gobierno pueda relajar sus esfuerzos, políticamente costosos, para mantener los niveles de recaudos impositivos necesarios para financiar los gastos de consumo e inversión del sector público. Por ello, un aumento en los recursos externos de capital tenderá a estar acompañado de una baja en la tasa de tributación y, por ende, en el ahorro público; por otra parte, sólo una

parte del mayor ingreso disponible del sector privado inducirá a un aumento compensatorio del ahorro privado.

Una teoría también muy bien difundida es aquella según la cual el ahorro depende del nivel de exportaciones. Esta teoría es una de las que más apoyo ha recibido en estudios internacionales referidos a países en desarrollo. Sin embargo, las distintas formas como se puede interpretar esta relación indican que, en realidad, el mecanismo particular a través del cual opera corresponde con aquel que propone alguna teoría alternativa. Así, por ejemplo, la alta propensión a ahorrar ingresos de exportación puede deberse a que una proporción considerable de ellos se percibe como transitorios, o que son un sustituto del financiamiento externo, o a que los agentes que los reciben tienen una alta propensión a ahorrar. En los dos primeros casos, la teoría apropiada es alguna de las que ya hemos analizado, en tanto que en el último es alguna de las que consideraremos enseguida.

3. El tercer conjunto cobija aquellas teorías que establecen una relación estrecha entre el ahorro y la distribución del ingreso. De acuerdo con estas teorías, la clave de las fluctuaciones en las tasas globales de ahorro es la diferencia sustancial entre las propensiones a hacerlo por parte de distintos agentes económicos. Si el ingreso nacional se distribuye hacia aquellos agentes que tienen una mayor propensión a ahorrar, la tasa global de ahorro de la economía aumentará; lo contrario ocurrirá, por supuesto, si el ingreso se distribuye en favor de aquellos agentes con una mayor propensión a consumir.

Las diferencias en las propensiones a ahorrar pueden explicarse de diferente manera. Algunas escuelas de pensamiento ven en ellas simplemente el reflejo de diferencias en los niveles de ingreso de los hogares. Así, aquellos con menores ingresos destinan una mayor proporción de sus ingresos a satisfacer necesidades esenciales de consumo y tienen una escasa capacidad de ahorro, mientras los hogares de mayores ingresos pueden destinar una proporción mayor de sus rentas a este propósito. Otras escuelas resaltan, por el contrario, el papel que desempeñan distintos agentes en el proceso de acumulación de capital. De acuerdo con este tipo de análisis, que se remonta a los economistas clásicos, el ahorro proviene fundamentalmente de las utilidades, ya que la función económica de quienes reciben mayoritariamente este tipo de ingresos —las empresas y los capitalistas— es precisamente la acumulación de capital. Por esta misma razón, se podría afirmar que en una economía mixta en la cual una de las funciones esenciales del Estado es la provisión de infraestructura básica, otra fuente importante de ahorro son los impuestos. Por el contrario, los asalariados desempeñan una función totalmente distinta en el proceso de

acumulación y carecen, por lo tanto, de las motivaciones que llevan a las empresas, a los capitalistas o al Estado a acumular. Su ahorro estará motivado, así, por factores enteramente diferentes: la adquisición de vivienda y otros bienes durables o la satisfacción de necesidades básicas en las etapas finales del ciclo de vida.

Nótese que este tipo de teorías, no es necesariamente antagónica con las anteriores. Así, según vimos al comienzo de esta sección, la relación entre la inflación y ahorro opera a través de mecanismos distributivos. Además, para un tipo determinado de agente, su ahorro puede estar explicado por alguna de las teorías mencionadas anteriormente. Así, por ejemplo, el ahorro de los asalariados, como el de los capitalistas o el propio Gobierno, podría obedecer a la hipótesis de ingreso permanente y todos ellos podrían estar afectados por la inflación, la tasa de interés o el financiamiento externo recibido. No obstante, este último tipo de enfoque resalta la necesidad de estimar funciones diferentes de comportamiento para distintos agentes o, lo que es equivalente, de incluir variables distributivas en las funciones globales de ahorro.

B. LOS DETERMINANTES DEL AHORRO EN COLOMBIA

La conclusión principal que se deriva de la literatura sobre los determinantes del ahorro en Colombia es la importancia que tienen los factores distributivos. En lo referente al ahorro privado, el estudio de Rodado y Villodres (1969) mostró la alta propensión a ahorrar de las empresas en las décadas del cincuenta y sesenta. El trabajo más reciente de Bourguignon y Leibovich (1984) indica que existe una relación positiva entre consumo y salarios reales, lo cual refleja una baja propensión a ahorrar ingresos laborales. Por su parte, de acuerdo con las estimaciones de Londoño (1985), la mayor propensión a ahorrar es la del sector privado de las empresas, seguida por la de los terratenientes y los hogares urbanos que reciben mayoritariamente rentas de capital. Las propensiones más bajas a ahorrar son, por su parte, las de los asalariados urbanos y los campesinos, con los jornaleros rurales en una situación intermedia. En ejercicios de series de tiempo, el trabajo de Ocampo, Londoño y Villar (1985) encontró, por su parte una asociación fuerte entre la tasa de ahorro privado y la proporción de los "excedentes urbanos" (que incluye los ingresos de las empresas) en el ingreso total. Esta asociación fue corroborada también por Ocampo (1988).

En lo relativo al ahorro público, el trabajo de Perry y Martínez (1971) mostró la alta proporción a ahorrar de las administraciones públicas nacional y municipal y de las entidades descentralizadas, que excedían en todos

los casos a las tasas de ahorro típicas de las empresas privadas y de los hogares. Las tasas de ahorro estimadas eran más bajas para los gobiernos departamentales, pero aún así superiores al promedio de la economía. Las relativamente altas propensiones a ahorrar del sector público han sido corroboradas en estudios posteriores, especialmente por Ocampo y Cárdenas (1985). Nótese que en la medida en que los aumentos en los impuestos recaen directa o indirectamente sobre los asalariados, la tributación actúa como un mecanismo para ahorrar indirectamente ingresos salariales. Esto es lo que indican, en efecto, algunos de los resultados del estudio de Ocampo, Londoño y Villar ya citado.

En contraste con la importancia que tienen los factores distributivos, las hipótesis que relacionan variables macroeconómicas domésticas con el ahorro tienen un escaso asidero empírico. La conclusión más firme parece ser la ausencia de una relación significativa entre la tasa de interés real y el ahorro. Esto no es, por lo demás, un resultado peculiar de Colombia, ya que a nivel internacional tampoco se han encontrado en general relaciones significativas entre estas dos variables. Por el contrario, el estudio de Ocampo, Londoño y Villar (1985) encontró que existía alguna evidencia en favor de la hipótesis del "ahorro forzoso" generado por la inflación, aunque sólo para el ahorro privado. Sin embargo, al incluir explícitamente las variables distributivas en los ejercicios estadísticos correspondientes desaparecería este efecto, indicando que se produce precisamente a través de la redistribución del ingreso que genera la inflación.

El mismo estudio no encontró ninguna evidencia significativa en favor de la hipótesis del ingreso permanente. Un estudio posterior de Cuddington (1986) puso a prueba esta hipótesis con resultados sorprendentes. Utilizando modernas metodologías de series de tiempo, este autor descompuso el PIB real en un componente "permanente" y otro "cíclico" y correlacionó el consumo privado y público con estos agregados. El resultado obtenido indica que el sector privado tiende a **sobreconsumir** los ingresos transitorios, es decir, lo opuesto a lo que plantea la hipótesis mencionada. Por el contrario, en el caso del sector público, el consumo depende únicamente del PIB permanente. Los resultados de este estudio deben ser matizados, sin embargo, ya que el componente "cíclico" del PIB que estima este autor es en promedio muy pequeño (1.7% del ingreso total en el período 1952-1985 sobre el cual basa sus conclusiones). No obstante, en concordancia con los resultados de Cuddington, Ocampo y Cárdenas (1986), encontraron que un modelo simple de ingreso permanente y transitorio describe en forma bastante apropiada el comportamiento del ahorro público⁴. Lo que es más interesante, los resultados de este trabajo indican que la propensión **marginal** a ahorrar ingresos tributa-

rios es sumamente elevada: 66% para el conjunto del sector público en el período 1950-1980. Este resultado, en conjunto con los de Cuddington, indican que los gastos corrientes del Gobierno tienen básicamente una inercia de largo plazo y son, así, relativamente insensibles a los cambios de corto plazo en los niveles de tributación. En estas condiciones, estos últimos determinan en gran medida el monto del ahorro público.

Las hipótesis referidas al impacto del sector externo sobre el ahorro tienen mucho más sustento empírico que aquellas que correlacionan esta variable con indicadores macroeconómicos domésticos. Gersovitz (1982) y Ocampo, Londoño y Villar (1985) encontraron una relación positiva entre ahorro y exportaciones. Sin embargo, según vimos en la sección anterior, este resultado no es fácil de justificar en sí mismo y depende de la relación que existe entre las exportaciones y otras variables que afectan directamente el ahorro. Por otra parte, es interesante anotar que los primeros estudios internacionales sobre la relación entre ahorro doméstico y externo —Griffin y Enos (1970) y Griffin (1970)— señalaron que Colombia era precisamente uno de los ejemplos más claros de países en desarrollo donde existía una sustitución marcada entre ambos tipos de ahorro. Esta relación ha sido reseñada en una sección posterior de este trabajo. El análisis más general de este tema es el ensayo reciente de Ocampo (1988). En este trabajo se concluye que la relación negativa entre ahorro interno y externo está asociada en gran medida al comportamiento de las finanzas cafeteras, que tienden a deteriorarse, como es obvio, en los períodos de baja en los precios internacionales del grano y, por lo tanto, de deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Este hecho, conjuntamente con la asociación bastante débil que existe en varios períodos entre ahorro y financiamiento externo, indica que el análisis debe centrarse en la relación entre el ahorro doméstico y este tipo de financiamiento. El análisis muestra que en el período 1950-1969 hay evidencia de una sustitución muy fuerte entre ahorro privado y financiamiento externo que desaparece, sin embargo, para el período 1970-1985. No obstante, esta relación parece estar asociada nuevamente al comportamiento del sector cafetero. Por este motivo, el resultado más importante es la relación inversa que existe entre financiamiento externo y ahorro público. Esta relación es estadísticamente significativa tanto en 1950-1969 como en 1970-1985, pero es cuantitativamente muy elevada a partir de 1970. Como este último período difícilmente puede caracterizarse como de “escasez de divisas” (excepto en los últimos años), la explicación básica de esta relación está asociada posiblemente a la economía política de la tributación, según vimos en la sección anterior de este trabajo.

Siguiendo los resultados de los estudios anteriores, en el trabajo reciente de Ocampo y Crane (1988) se estimaron funciones desagregadas de ahorro para distintos agentes económicos (hogares, empresas y administraciones públicas). Los resultados más importantes de estas estimaciones para el período 1950-1980 se resumen en el Cuadro 1. En todos los casos, las variables dependientes utilizadas fueron las tasas brutas de ahorro de los respectivos agentes, medidas como proporción del Producto Interno Bruto a precios corrientes. Este método particular de estimación supone que, si las variables explicativas permanecen constantes, el ahorro tenderá a moverse paralelamente con la producción o el ingreso agregados, es decir, supone que existe una relación estrecha de tipo Keynesiano entre el ahorro y la actividad económica global. Los cambios en la relación entre uno y otro a lo largo del ciclo económico se captan con la variable que mide las desviaciones del PIB real con respecto a su tendencia en el período 1950-1986. La tasa de inflación incluida en la estimación es el incremento del índice promedio de precios al consumidor entre un año y otro. La tasa de interés real es la estimada por Carrizosa (1986, Cuadro VI). Todas las otras variables explicativas están estimadas con base en los datos de Cuentas Nacionales y expresadas como proporción del Producto Interno Bruto a precios corrientes. (Cuadro 1)

Como puede apreciarse en este Cuadro, el efecto dominante en el ahorro de los hogares es la distribución del ingreso, medida a través de los excedentes (o ingresos no salariales) urbano y rural. La proporción a ahorrar los primeros es particularmente alta. Fuera del efecto que ejerce a través de la distribución del ingreso, la inflación tiene un impacto también significativo sobre el ahorro de los hogares. La inflación aumenta igualmente el ahorro de las empresas (privadas y públicas), que depende también de las utilidades y del financiamiento externo. En este último caso se obtiene un efecto negativo, que indica que un aumento del financiamiento externo reduce los esfuerzos de ahorro de las empresas. La tasa de interés tiene también relación positiva con el ahorro de los hogares y de las empresas, pero este efecto no es estadísticamente significativo. Por su parte, el ahorro de las administraciones públicas depende de los niveles de tributación e, inversamente, del financiamiento externo del sector público. En este caso se aprecia nuevamente que el crédito externo reduce los esfuerzos de ahorro, en este caso del Gobierno.

Las estimaciones para el conjunto del ahorro privado o para el total, que se presentan también en el Cuadro 1, corroboran estas apreciaciones. No obstante, en estas estimaciones más agregadas, desaparece el efecto significativo del excedente agrícola sobre el ahorro privado, indicando así que el efecto redistributivo más importante es aquel que se capta a través

CUADRO 1
DETERMINANTES DE LAS TASAS DE AHORRO BRUTO
SEGUN AGENTES ECONOMICOS 1950-1980
(Estadística t entre paréntesis)

	Hogares		Empresas		Adminis- traciones públicas	Ahorro Privado		Ahorro Total	
Constante	-0.286** (-2.15)	-0.411** (-4.29)	-0.003 (-0.33)	-0.005 (-0.50)	-0.002 (0.26)	-0.160* (-1.70)	-0.146** (-1.76)	-0.180** (-1.71)	-0.175** (-2.12)
Excedente urbano	0.509* (1.58)	0.840** (4.07)				0.499** (2.33)	0.489** (2.34)	0.450** (1.92)	0.520** (2.33)
Excedente agrícola	0.503** (3.00)	0.441** (3.53)				0.048 (0.34)		0.141 (0.75)	
Utilidades de las empresas			0.319** (2.86)	0.334** (3.16)					
Tasa de Tributación					0.253** (4.21)			0.170* (1.39)	0.160* (1.36)
Tasa de inflación	0.062* (1.59)	0.070** (1.85)	0.034** (1.98)	0.035** (2.03)		0.066* (1.57)	0.063* (1.56)	0.048 (1.14)	
Tasa de interés (real)	0.108 (0.73)		0.027 (0.49)						
Desviación del PIB con respecto a su tendencia	0.204* (1.36)								
Financiamiento externo 1 /			-0.37* (-1.70)	-0.120* (-1.68)	-0.259** (-1.97)	-0.382** (2.22)	-0.409** (-2.72)	-0.284* (-1.32)	-0.368** (-2.32)
Variable dependiente rezagada			0.684** (7.27)	0.688** (7.46)	0.361** (2.63)	0.509** (3.48)	0.512** (3.57)	0.655** (5.01)	0.677** (5.44)
R ²	0.536	0.538	0.807	0.813	0.642	0.673	0.685	0.745	0.746
DW	1.889	1.728	1.901	1.956	1.928	2.169	2.191	2.430	2.329

1 / Financiamiento externo total en el caso del ahorro de las empresas y total; público en el caso de las administraciones públicas; y privado en el caso del ahorro privado.

* Estadísticamente diferente de cero con 90% de confianza.

** Estadísticamente diferente de cero con 95% de confianza.

Fuente: Ocampo y Crane (1988)

del excedente urbano - que incluye las utilidades de las empresas. El impacto del financiamiento externo es, además, mayor en este caso. Nótese que la variable correspondiente permite detallar el efecto propio del financiamiento externo recibido por el sector privado y no sólo el financiamiento externo total (que es aquel que se incluye en las estimaciones correspondientes a las empresas). El Cuadro confirma también el efecto de la inflación sobre el ahorro privado. No obstante, este efecto pierde significancia estadística cuando la variable dependiente es el ahorro total e indica, por lo tanto, que la redistribución del ingreso entre el sector público y el privado generada por un alza en los precios no tiene un impacto global sobre el ahorro. El ahorro total depende, así, fundamentalmente de dos variables distributivas —la importancia relativa del excedente urbano y de la tributación— e inversamente, del financiamiento externo recibido.

Los resultados del mismo estudio con base en la información proveniente de las Cuentas Nacionales del DANE para el período 1970-1985 tienden a confirmar estas conclusiones, con algunas variantes (Véase el Cuadro 2). La más importante se refiere al impacto del financiamiento externo. Con los datos más recientes se obtiene que el financiamiento externo **complementa** y no sustituye los esfuerzos de ahorro de las empresas privadas, pero que, en cambio, resulta un sustituto mucho más marcado del ahorro de las administraciones públicas de lo que fue típico en el período 1950-1980. Como lo indica el trabajo de Ocampo (1988), estos resultados no son independientes del efecto de las finanzas cafeteras a lo largo del ciclo económico, ya que el Fondo Nacional del Café era incluido como parte del sector privado en las viejas Cuentas Nacionales, mientras se incluye en las administraciones públicas en las nuevas estadísticas del DANE. Sin embargo, como lo señala este mismo estudio, el comportamiento de las finanzas cafeteras sólo explica parcialmente la relación inversa entre ahorro interno y financiamiento externo, particularmente en el caso del sector público. Por otra parte, el Cuadro 2 confirma el impacto del excedente urbano (aunque no del rural) sobre el ahorro de los hogares, privado y total, y de la inflación sobre los dos primeros⁵. Por otra parte, a diferencia de las estimaciones para el período 1950-1980, el mismo cuadro muestra que hay evidencia de un comportamiento procíclico del ahorro de los hogares, privado y total. Este último resultado indica que la hipótesis del ingreso permanente tiene un mayor papel en las fluctuaciones del ahorro en el período más reciente, en el cual la economía ha experimentado el ciclo económico más agudo de la postguerra. (Cuadro 2).

Así las cosas, el comportamiento del ahorro en Colombia obedece principalmente a factores de carácter distributivo, así como al impacto del

CUADRO 2
DETERMINANTES DE LAS TASAS DE AHORRO BRUTO SEGUN AGENTES ECONOMICOS 1970-1985
(Estadística t entre paréntesis)

	Hogares	Empresas privadas		Empresas públicas		Adminis- traciones públicas ⁴	Ahorro privado		Ahorro público		Ahorro total	
Constante	-0.068 (-0.64)	-0.004 (-0.18)	0.006 (0.35)	-0.001 (-0.34)	-0.001 (-0.33)	-0.048 (0.82)	-0.104 (-0.92)	-0.104 (-0.96)	-0.025 (-0.39)	-0.058 (-0.97)	-0.244* (-1.73)	-0.252** (-1.90)
Excedente urbano	0.326* (1.41)						0.509** (2.05)	0.510** (2.15)			2.818** (2.18)	0.966** (3.37)
Utilidades de las Empresas 1 / Tasas de tributación		0.184* (1.53)	0.155* (1.47)	0.317** (4.12)	0.326** (4.72)							
Excedente cafetero						0.558* (1.66)			0.524* (1.45)	0.724** (2.22)	0.338 (0.69)	
Tasas de inflación 2 /	0.102* (1.55)	0.020 (1.19)					0.094 (1.29)	0.093* (1.37)			0.071 (0.66)	
Tasa de interés (real)		0.013 (0.34)										
Desviación del PIB con respecto a su tendencia	0.139** (2.19)						0.198** (2.82)	0.197** (3.01)			0.271** (2.91)	0.269** (3.08)
Financiamiento externo 3 /		0.297** (2.67)	0.326** (3.70)	0.024 (0.35)		-0.817** (-2.32)	0.029 (0.09)		-0.899** (-1.87)	-0.868* (-1.78)	-0.422 (-1.21)	-0.577** (-2.19)
Variable dependiente rezagada				0.452** (2.42)	0.461** (2.60)							
Coefficiente de autocorrelación		0.551** (1.85)	0.373 (1.18)									
R ²	0.266	0.484	0.516	0.832	0.844	0.651		0.421	0.586	0.571	0.621	0.666
DW	1.962	1.451	1.548	1.960	2.012	1.832		1.758	1.681	1.610	2.176	2.070

1 / Según tipo de empresa.

2 / Inflación independiente del excedente urbano y de las desviaciones del PIB con respecto a su tendencia, excepto en el caso de las empresas.

3 / Financiamiento externo privado en el caso de las empresas y el ahorro privados; financiamiento externo público en el caso de las empresas, administraciones y ahorro públicos; financiamiento externo total en el caso del ahorro total.

4 / Incluye 1986.

* Estadísticamente diferente de cero con 90% de confianza.

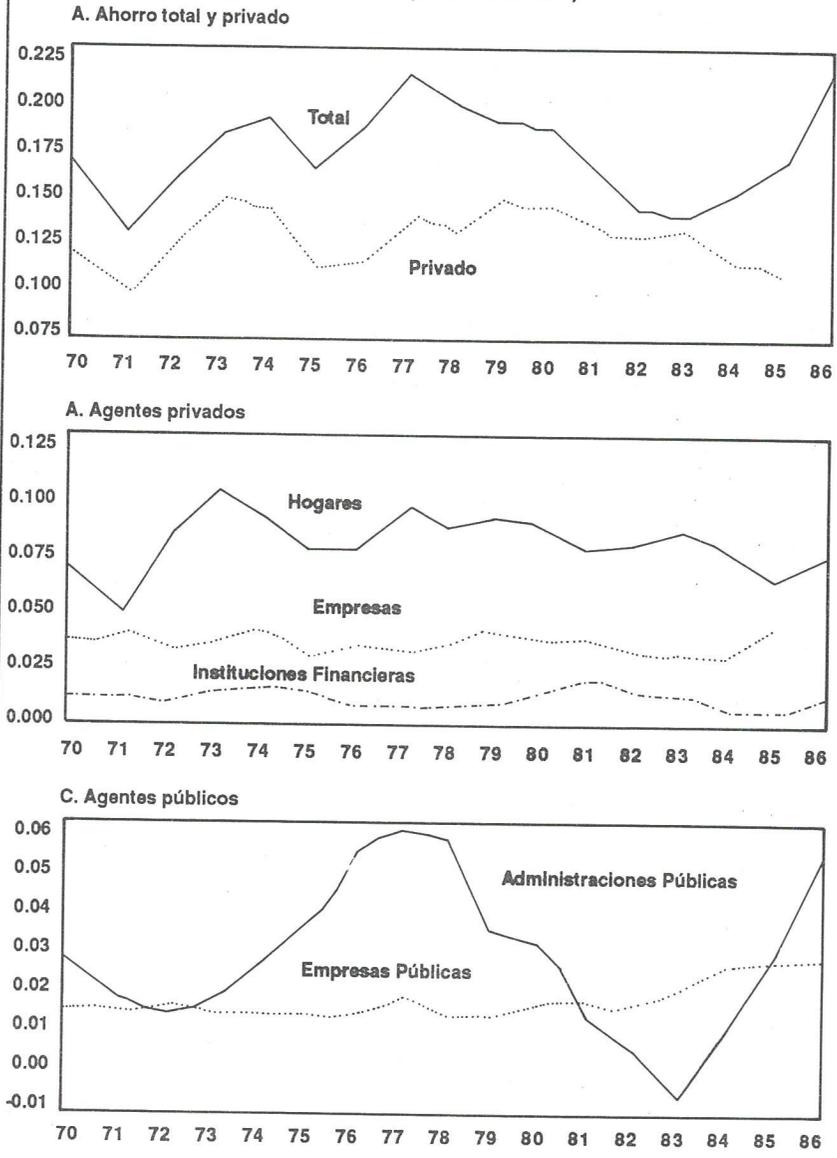
** Estadísticamente diferente de cero con 95% de confianza.

Fuente: Ocampo y Crane (1988).

financiamiento externo, especialmente en el caso del sector público. En efecto, en el caso del Gobierno existe una sustitución importante y cada vez mayor entre tributación y crédito externo como fuentes de financiamiento de la inversión. La inflación tiende a generar, además, un "ahorro forzoso" en el sector privado, pero su impacto global no es significativo. La hipótesis del ingreso permanente también desempeña algún papel, tanto en el comportamiento del ahorro público como del privado, aunque en este último caso sólo en el período más reciente. La tasa de interés es, así, la única de las variables analizadas cuyo impacto sobre el ahorro puede afirmarse con relativa certeza que es nulo. La importancia que tiene esta variable en muchas propuestas de política dirigidas a fomentar el "ahorro" nos lleva en la sección siguiente a analizar la relación que existe entre el ahorro y el mal llamado "ahorro financiero".

La importancia de los distintos determinantes del ahorro debe evaluarse, por supuesto, en función de la importancia que tienen los distintos tipos de ahorro y su variabilidad a lo largo del tiempo. Para tal propósito, en el Gráfico 1 se presentan las tasas de ahorro de los distintos agentes económicos desde 1970, de acuerdo con las Cuentas Nacionales del DANE. Como se puede apreciar, hasta mediados de la década del setenta las fluctuaciones del ahorro privado y, en especial, de aquel proveniente de los hogares, determinaron en gran medida la evolución del ahorro total. Desde entonces, sin embargo, estas fluctuaciones han estado asociadas al comportamiento del ahorro gubernamental y, en especial, al de las administraciones públicas. La dinámica de la tributación (y del financiamiento externo oficial) ha sido, así, el elemento decisivo en el comportamiento global del ahorro desde mediados de los setenta. Por último, en años más recientes, el ahorro de las empresas no financieras privadas y públicas —especialmente de estas últimas—, ha aumentado considerablemente como proporción del ahorro total. Los datos provisionales para 1986, que no desagregan entre entidades públicas y privadas, indican que el ahorro de las empresas representó un 37.5% del ahorro global. Este porcentaje es muy superior al promedio del período 1970-1985 (30%). De esta manera, el mantenimiento de los altos niveles de ahorro alcanzados por el país en años recientes dependerá, ante todo, del comportamiento del ahorro de las administraciones públicas y de las empresas y posiblemente sólo en forma secundaria de lo que acontezca con el ahorro de los hogares. Ello resalta, por supuesto, el papel que desempeñarán los altos niveles de tributación y las utilidades de las empresas en este proceso. (Gráfico 1)

GRAFICO 1
TASAS DE AHORRO POR AGENTES INSTITUCIONALES
 (% del PIB a precios corrientes)



Fuente: Cuentas Nacionales.

C. LOS DETERMINANTES DEL MAL LLAMADO “AHORRO FINANCIERO”

Sin duda la mayor confusión que existe en las controversias sobre el ahorro en Colombia es la tendencia a identificar en las discusiones públicas este concepto con el de “ahorro financiero”. La diferencia entre uno y otro concepto es bien conocida. El ahorro, tal como se define en términos macroeconómicos, es aquella porción del ingreso corriente que no se consume y, por lo tanto, un flujo. El “ahorro financiero” es, por el contrario, la demanda del acervo de activos financieros. Esta confusión semántica no tendría, por supuesto, ninguna importancia práctica a no ser por la tendencia generalizada de algunos analistas a justificar las alzas o la liberación de las tasas de interés por sus supuestos efectos benéficos sobre el ahorro. Es evidente que, en ausencia de una relación firme entre dichas tasas y el ahorro, definido este último correctamente, la justificación implícita de estas políticas es la relación entre las tasas de interés y el “ahorro financiero”, esta última ampliamente comprobada en diversos estudios empíricos. Por este motivo, y para evitar confusiones, convendría mucho desligar este último concepto de la denominación “ahorro” y referirse a él más bien como a la demanda de “activos líquidos rentables” o de “cuasidineros”.

La relación entre el ahorro y la demanda de este tipo de activos puede apreciarse en forma simple a través de las identidades contables que se utilizan en las Cuentas Nacionales y Financieras. Simplificando un poco los términos, la identidad básica entre el ahorro, la inversión y las operaciones financieras de los hogares o de las empresas puede expresarse de la siguiente manera:

Ahorro bruto

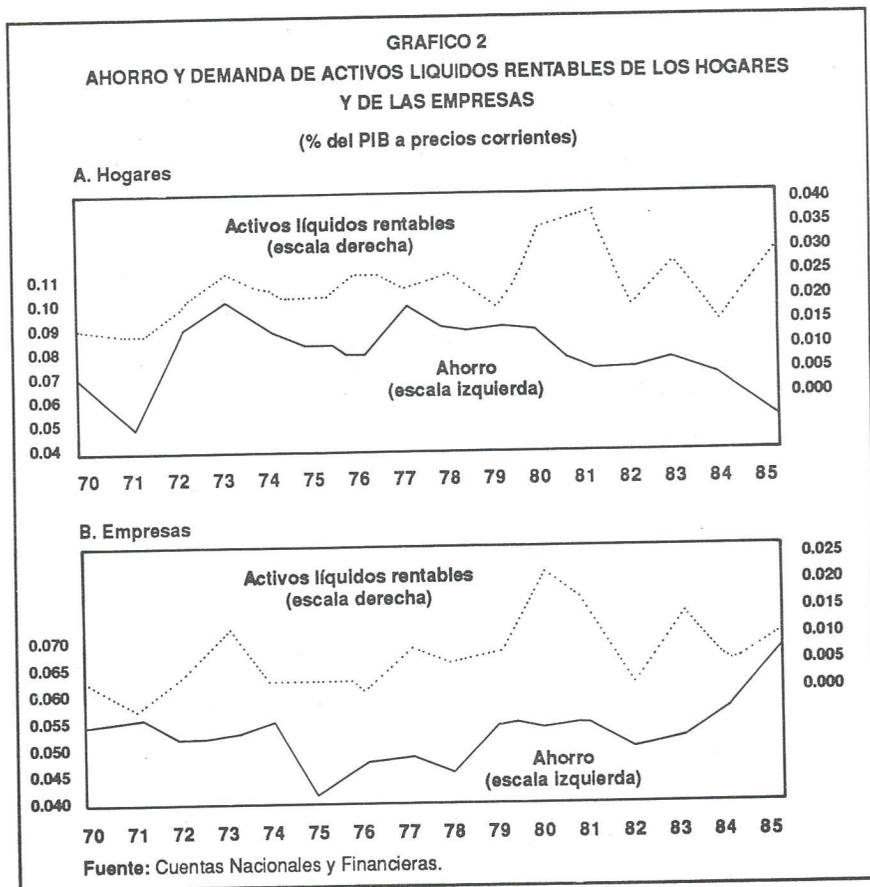
- Inversión bruta (capital fijo e inventarios)
- = Préstamo neto
- = Aumento en tenencias de medios de pago
- + Aumento en tenencias de activos líquidos rentables
- + Aumento en otros activos financieros (bonos, acciones, otras participaciones de capital y préstamos a otras entidades)
- Aumento en pasivos financieros

Como puede apreciarse aquí, en el caso de entidades financieramente superavitarias (es decir, aquellas para las cuales el préstamo neto es positivo), una parte del ahorro se destina directamente a inversión. El remanente se utiliza para adquirir activos líquidos rentables, pero también me-

dios de pago y otros activos financieros o para cancelar pasivos de distinto origen. Un corolario interesante de esta afirmación es que si el denominativo de "ahorro" se le confiere a los activos líquidos rentables, no existe razón alguna para no dársela también a los medios de pago. Sin embargo, en uno y otro caso, la denominación es claramente incorrecta, en la medida en que los mayores saldos de unos y otros tengan como contrapartida un aumento en los pasivos financieramente. Esto último se aprecia con mayor claridad en el caso de las entidades financieras deficitarias. En este caso, el ahorro es insuficiente para satisfacer la demanda de inversión y de activos líquidos de todo tipo. Parte de esta demanda conjunta debe ser financiada, por lo tanto, con endeudamiento. Por último, tanto en entidades superavitarias como deficitarias, los mayores saldos de activos líquidos rentables pueden también provenir de una sustitución de ellos por medios de pago.

Debido a las complejas relaciones que existen entre el ahorro y la demanda de activos líquidos rentables, muchos autores consideran que una liberación financiera dirigida a acrecentar la cantidad de estos activos puede no reflejarse en mayores niveles de ahorro (Véase, por ejemplo, Sarmiento, 1984). La relativa independencia del comportamiento del ahorro y de la demanda de estos activos se aprecia, en efecto, en el Gráfico 2. Este hecho se puede observar con claridad si nos concentramos en los tres períodos en los cuales la demanda de dichos activos se ha incrementado: 1972-1983, 1980-1981 y 1985. En el primer caso, este proceso coincidió con un aumento del ahorro de los hogares, pero no de las empresas. En el segundo caso ni uno ni otro experimentaron elevaciones apreciables y, por el contrario, el ahorro de los hogares se encontraba en descenso. Igual cosa aconteció en 1985 en el caso de los hogares, aunque en este caso el aumento (moderado) de la demanda de activos líquidos rentables de las empresas coincidió con una elevación significativa en sus niveles de ahorro. (*Gráfico 2*)

Para dilucidar con mayor precisión la relación que existe entre estas dos variables, en el Cuadro 3 se estima la demanda de activos líquidos rentables, tanto por parte de los hogares como de las empresas, como función del ahorro de estos agentes; como en los Cuadros 1 y 2, todos estos agregados se estiman como proporción del PIB a precios corrientes. Los datos correspondientes a los primeros son tomados de las Cuentas Financieras del Banco de la República e incluyen los depósitos de ahorro, las cuentas en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, los Certificados de Depósito a Término y otros Depósitos en Moneda Nacional. En uno y otro caso se utilizan como variables explicativas adicionales la tasa de interés nominal y la desviación del PIB con respecto a su tendencia, tratando de



captar en este último caso un comportamiento procíclico o anticíclico de dichas demandas. (Cuadro 3)

Como se puede apreciar, la demanda de activos líquidos rentables es elástica a la tasa de interés tanto en el caso de los hogares como de las empresas. También hay una relación positiva entre la demanda de activos totales y la tasa de interés; no obstante, los menores coeficientes estimados y las bajas elasticidades obtenidas indican que, cuando se eleva dicha tasa, una parte de la mayor demanda de activos rentables se produce a costa de la demanda de medios de pago. Por otra parte, en ambos casos, pero especialmente en el de las empresas, el comportamiento de la demanda de activos líquidos rentables es procíclico: esto indica que la demanda por estos activos aumenta más que el PIB en las fases de auge, pero posterior-

CUADRO 3
DETERMINANTES DE LA DEMANDA FLUJO DE ACTIVOS LIQUIDOS DE LOS HOGARES
Y DE LAS EMPRESAS 1970 -1985
 (Estadística t entre paréntesis; elasticidades en corchetes)

	Hogares				Empresas		
	Activos Líquidos rentables		Activos Líquidos totales		Activos Líquidos rentables	Activos Líquidos totales	
Constante	-0.012 (-1.06)	-0.009* (-1.60)	-0.007 (-0.45)	-0.007 (-0.49)	-0.029** (-2.54)	0.003* (1.40)	0.001 (1.00)
Ahorro de los hogares o de las empresas	0.050 (0.33)		0.268 (1.33)	0.270* (1.66)	0.451** (2.21)	1.154** (12.56)	1.130** (13.38)
Tasa de interés (nominal)	0.093** (4.59)	0.096** (5.54)	0.063** (2.07)	0.062** (2.42)	0.045** (3.82)	0.010 (1.31)	0.0015** (2.58)
Desviación del PIB con respecto a su tendencia	[1.348]	[1.200]	[0.530]	[0.527]	[1.547]	[0.190]	[0.262]
Coefficiente de autocorrelación	0.037 (0.93)	0.045* (1.45)	0.001 (0.02)		0.061* (2.44)	-0.012 (-1.10)	
R ²	-0.417 (-1.34)	-0.412* (-1.38)			-0.511** (1.84)	0.047 (0.15)	
DW	0.433	0.479	0.314	0.367	0.298	0.944	0.951
	2.170	2.187	2.290	2.289	2.608	2.020	1.911

* Estadísticamente diferente de cero con 90% de confianza.

** Estadísticamente diferente de cero con 95% de confianza.

Fuente: Estimado con base en información proveniente de las Cuentas Nacionales y Financieras.

mente disminuye también en forma marcada. Como este último comportamiento no se aprecia en la demanda total de activos líquidos, ello indica que hay una sustitución entre unos y otros a lo largo del ciclo económico.

Por último, el efecto del ahorro sobre la demanda de activos líquidos es muy diversa. En el caso de los hogares, no hay evidencia de una relación estadísticamente significativa entre estas dos variables. En cambio, el ahorro sí ejerce un efecto sobre la demanda de medios de pago, al cual se destina de hecho un 18% del ahorro de los hogares, de acuerdo con la relación estadística que se obtiene cuando se correlacionan directamente estas dos variables. En el caso de las empresas se obtienen elasticidades muy altas de la demanda de activos líquidos al ahorro. El efecto es nuevamente mucho más marcado en el caso de los medios de pago y se refleja en un coeficiente extraordinariamente alto (superior a uno) entre ahorro y demanda total de activos líquidos. Como las empresas son agentes económicos financieramente deficitarios, esta relación indica básicamente que las empresas se "apalanca" en su ahorro para contratar endeudamiento y elevar sus niveles de liquidez. Este comportamiento puede haber sido afectado por los desarrollos financieros que tuvieron lugar durante el período que comprende la estimación estadística, según veremos en una sección posterior de este trabajo.

De acuerdo con estos resultados, la tasa de interés ejerce un papel destacado sobre la demanda de activos que afectan la intermediación financiera, aunque no sobre el ahorro. El fomentar la demanda de estos activos puede ser un objetivo deseable en sí mismo, aunque no exento de costos, particularmente si es simplemente el producto de una elevación de las tasas de interés a niveles reales que aumentan la fragilidad del propio sistema financiero, o si inducen comportamientos indeseables de las empresas no financieras. Sin embargo, es bueno que las cosas se llamen por su nombre y, por lo tanto, que no se utilice el argumento de que es conveniente fomentar el ahorro cuando se quiere realmente afirmar que es deseable aumentar la intermediación financiera.

II. DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN

A. UNAS BREVES CONSIDERACIONES TEÓRICAS

En contra de la multiplicidad de teorías sobre el ahorro, existe un relativo consenso entre distintas escuelas de pensamiento sobre cuál es el determinante básico de la inversión.

En efecto, en la medida en que, en una economía como la nuestra, el objetivo básico de los inversionistas es obtener una utilidad, las ganancias

esperadas son el factor fundamental en las decisiones de inversión. Obviamente, esto sólo es válido para aquellos inversionistas para los cuales la ganancia es, en efecto, la motivación básica de la acumulación de capital. Como esto no es cierto de la inversión del sector público, otros factores son responsables de los cambios que experimenta la inversión estatal a lo largo del tiempo. Esto factores están asociados a decisiones explícitas de las autoridades económicas, que buscan utilizar la inversión pública como motor del desarrollo o como regulador de la demanda agregada, y a las restricciones financieras que enfrenta el gasto público.

El consenso que existe sobre cuál es el determinante básico de las decisiones privadas de inversión se desintegra, sin embargo, cuando se analiza cuáles son los factores que más inciden sobre las expectativas de rentabilidad de los empresarios, así como las restricciones que pueden impedir que sus decisiones de inversión se materialicen. En términos simples, el conjunto de factores que pueden afectar la inversión pueden agruparse en cinco categorías: (1) la demanda; (2) los precios relativos que afectan la rentabilidad esperada; (3) las condiciones financieras; (4) factores asociados al sector externo y (5) condiciones de carácter más estructural.

La teoría según la cual el nivel de actividad económica es el determinante fundamental de la inversión se conoce comunmente como el principio del acelerador. Esta es, sin duda, la teoría de la inversión más conocida gracias a la popularización que recibió por parte de los seguidores de Keynes. Las ideas esenciales que subyacen en este tipo de análisis son muy simples. En aquellos sectores en los cuales los precios no varían considerablemente con las condiciones de demanda (el sector industrial, por ejemplo), el nivel de ventas es el determinante fundamental de las variaciones en las utilidades a lo largo del ciclo económico. Por su parte, en aquellos sectores en los cuales los precios varían con las condiciones de demanda (el sector agrícola por ejemplo), un incremento de esta última tiende a elevar no sólo las ventas, medidas en unidades físicas, sino también los márgenes de ganancias. En ambos casos, por lo tanto, la demanda tiene un efecto marcado sobre las utilidades de las empresas. En las decisiones de inversión lo que interesa, por supuesto, no son las ganancias corrientes sino las que se esperan obtener en el futuro. Sin embargo, en un contexto de incertidumbre, estas últimas se basan generalmente en las condiciones corrientes o en la evolución reciente de las ventas. Además, la demanda actual determina, a través de los niveles de utilización de los equipos existentes, qué proporción de un aumento esperado en la demanda puede satisfacerse con la capacidad productiva ya instalada. Por este motivo, los análisis basados en el principio del acelerador consideran que,

fuera del efecto impulsor del nivel de la demanda, el acervo de maquinaria y equipo ejerce un impacto sobre la inversión.

El precio relativo básico que se tiene en cualquier decisión de inversión es, por supuesto, aquel que compara las cotizaciones de los bienes o servicios que se espera producir con sus costos de producción. No es fácil diseñar una medida que capte adecuadamente este tipo de relación agregado. Por ello, los estudios sobre determinantes de la inversión generalmente acuden a medidas más indirectas. Así, se considera que una elevación del precio relativo de la maquinaria y las construcciones, o del salario real, ejerce, por vía de un aumento en los costos, un efecto depresivo sobre la inversión. Por el contrario, un incremento en los precios relativos de los bienes o servicios de aquellos sectores que son relativamente intensivos en capital (el sector industrial, por ejemplo) tienden a incrementar los niveles de inversión. Nótese, sin embargo, que cualquiera que sea el precio relativo que se utilice a nivel global para medir una relación precio-costo satisfactoria o insatisfactoria, éste no es necesariamente independiente de las condiciones de demanda de la economía. Por este motivo, a través de los precios relativos pueden captarse muchas veces impactos indirectos de las variaciones en la demanda. Esto es particularmente cierto de aquellos indicadores generales de rentabilidad que a veces se utilizan en ejercicios de inversión, tales como márgenes globales de utilidades o tasas de retorno efectivas a las inversiones.

El factor financiero que se incluye más comunmente en los análisis de inversión es la tasa de interés. Una elevación en dicha tasa tiene dos efectos diferentes, ambos desfavorables sobre la inversión. Por una parte, eleva el costo del crédito y reduce, así, la rentabilidad neta del inversionista en aquellos proyectos que requieren recursos de este tipo. Por otra, eleva el atractivo de utilizar los fondos de los inversionistas en operaciones financieras en vez de destinarlos a inversiones productivas. Fuera de este efecto, se reconoce generalmente que cuando los mercados de capitales son imperfectos, las condiciones financieras ejercen dos impactos adicionales sobre la inversión. En primer lugar, el acceso al crédito —y no meramente su costo— puede convertirse en una restricción a la acumulación de capital. En segundo término, y más importante, los fondos propios (utilidades retenidas, fondos de depreciación, etc) de la empresa adquieren un papel esencial en este proceso. En efecto, los inversionistas visualizan su acceso al crédito como un factor incierto, sujeto, además, a riesgos crecientes a medida que aumenta el nivel de endeudamiento, ya que en este caso aumenta la probabilidad de iliquidez si se presenta un viraje inesperado en el curso de los negocios. Por este mismo motivo, los acreedores tienden a restringir la oferta de recursos crediticios cuando

aumenta el peso relativo de los pasivos financieros. En estas condiciones, el crédito se torna en un sustituto muy imperfecto de los recursos propios de las empresas como mecanismo para financiar inversiones productivas, ya que ellas involucran niveles más o menos considerables de riesgo.

En la mayoría de los países en desarrollo una proporción sustancial de la maquinaria y equipo es importada o es producida domésticamente con un alto componente de insumos extranjeros. No es extraño, por lo tanto, que el sector externo ejerza en estas condiciones una influencia marcada sobre la inversión. Esta influencia se produce a través de tres canales diferentes. El primero de ellos es la política cambiaria. Debido al alto componente importado de la maquinaria, su precio relativo está íntimamente ligado a la evolución de la tasa de cambio. Una devaluación real tiende a elevar el precio relativo de los bienes y, por esta vía, a reducir la inversión real. El segundo canal, y el que se ha resaltado con mayor frecuencia en las discusiones sobre este tema en el país, es el efecto de la disponibilidad de divisas. Si una restricción severa de divisas lleva al Gobierno a ajustar el tipo de cambio, este mecanismo equivale en realidad al anterior. Sin embargo, en países como Colombia, la escasez de divisas generalmente está acompañada por políticas de restricción directa a las importaciones. Estas políticas le otorgan prioridad a las importaciones de insumos intermedios, debido al impacto que ellas tienen sobre la producción corriente y, por lo tanto, tienden a tener un efecto depresivo sobre la inversión. El tercer canal es el financiamiento externo. Un mayor financiamiento afecta, por supuesto, la disponibilidad de divisas y puede alterar, así, la inversión a través de los mecanismos ya mencionados. Sin embargo, puede ejercer una influencia adicional si la inversión pública o privada está restringida por la escasez de recursos financieros.

Fuera de los factores anteriores, puede haber elementos de carácter estructural que afectan los niveles de inversión. Estos elementos pueden referirse a formas de organización del mercado de capitales (v.gr., el desarrollo del mercado accionario, de instrumentos crediticios de largo plazo, de un mercado para bonos de deuda pública interna o las relaciones de propiedad que existen entre las entidades financieras y las empresas productivas) o de las propias empresas no financieras (v.gr., su dependencia de estructuras organizativas familiares o el desarrollo de esquemas corporativos alternativos). Otros están relacionados con los cambios en la estructura de la producción que tienen lugar en el proceso de desarrollo. En efecto, en un contexto de cambio continuo en la composición de la producción, la inversión se destina en gran medida a nuevos sectores y a aquellos que tienden a crecer más rápidamente que el conjunto de la economía. Por ello, las "oportunidades de inversión" serán mayores entre

más rápido sea el ritmo de cambio estructural y más altos los requerimientos de capital de los sectores en expansión.

B. LA EVIDENCIA ECONOMETRICA EXISTENTE

La conclusión más importante que se deriva de los estudios econométricos existentes en Colombia es la importancia de la demanda sobre las decisiones de inversión. En efecto, los estudios sobre inversión industrial (Bilsborrow, 1968; Ospina, 1976; Rubio, 1983 y Chica, 1983, 1984-1985 y 1988) indican que un modelo simple de acelerador explica gran parte de sus variaciones a lo largo del tiempo. Los estudios de carácter más general indican, por otra parte, que la inversión total en maquinaria y equipo dependen también estrechamente del nivel de ingreso y, en algunos casos, que son elásticos a dicha variable (véase, por ejemplo Reyes *et al* 1978; Reyes, 1985 y Ocampo, Londoño y Villar, 1985). Solamente en el caso de la construcción privada y, más específicamente, de la vivienda, hay evidencia de que la demanda de inversión es inelástica al nivel de ingreso (Véanse los tres trabajos citados anteriormente y Martínez *et al* 1982).

Por su parte, los mismos estudios de carácter general ya mencionados indican que tanto la inversión en maquinaria y equipo como en construcción y la inversión total, son sensibles, aunque inelásticas, a los precios relativos de los bienes de capital. Así mismo, debido a la estrecha relación entre los precios relativos de la maquinaria y la tasa de cambio real, Carrizosa (1985) encontró que una devaluación real tiende a reducir la inversión en la industria manufacturera. Martínez *et al* (1982) mostraron, por su parte, que la demanda de vivienda es inelástica a los precios y al costo de los arrendamientos.

Una implicación interesante de la inelasticidad de la inversión a los precios relativos de los bienes de capital es el comportamiento divergente de la inversión real y nominal cuando se elevan dichos precios. En efecto, el efecto anotado indica que, aunque la inversión real disminuye, el gasto nominal requerido aumenta. Como el ahorro necesario para financiar la inversión depende de éste último, un corolario interesante de este resultado es que el esfuerzo de ahorro debe aumentar cuando se encarecen los bienes de capital. Díaz-Alejandro (1976, Cap. 8), al confirmar este resultado en el caso colombiano, lo interpretó como una pérdida global de productividad. El mismo efecto fue señalado por Giraldo y Prada (1976) en relación con la industria manufacturera y por Ocampo, Londoño y Villar (1985) en relación con el conjunto de la inversión. En la sección

siguiente veremos la relevancia de este factor en el comportamiento reciente de la inversión en Colombia.

La importancia de otros precios relativos en las decisiones de inversión ha sido explorada con mucho menor rigor en los estudios existentes. Reyes y sus colaboradores encontraron, en los dos estudios ya citados, que la demanda de maquinaria y equipo es sensible, aunque inelástica, a los salarios reales y a los precios relativos del sector moderno de la economía. Por su parte, el modelo estimado por Martínez *et al* (1982) indica que la oferta de vivienda no es muy sensible a su precio final, aunque sí a los costos. En un estudio referido al sector industrial, Rubio (1983) encontró que un aumento de los salarios reales tiende a aumentar en vez de disminuir la inversión industrial, e interpretó este resultado como una señal de que los efectos de los salarios sobre la demanda de bienes de consumo prevalecen sobre su impacto adverso sobre los costos de la industria.

En lo relativo al impacto de las condiciones de financiamiento, Bilsborrow y Chica, en los trabajos ya anotados, resaltaron el papel de los fondos propios en las decisiones de inversión industrial. Este último autor encontró también una relación significativa entre inversión industrial y financiamiento, especialmente de largo plazo y, analizando información proveniente de la Superintendencia de Sociedades, una relación negativa de la inversión con la razón de endeudamiento de las empresas, aunque no con los indicadores usuales de liquidez (activo corriente / pasivo corriente). Los estimativos de Rubio (1983) indican, por su parte, que la inversión industrial está correlacionada, aunque sólo en forma débil, con la disponibilidad de crédito.

El impacto del crédito ha sido más debatido en relación con la construcción privada. Martínez *et al* (1982) mostraron que la disponibilidad de financiamiento tiene un efecto similar, aunque inelástico, sobre la oferta y la demanda de vivienda, por lo cual un aumento del crédito sectorial incrementa la cantidad disponible de este tipo de construcción. Carrizosa *et al* (1982), negaron, por el contrario, esta conexión, mostrando que la inversión per cápita en vivienda no depende de la disponibilidad de crédito sectorial, medido como la relación entre financiación hipotecaria e inversión en vivienda. Sin embargo, los resultados de estos autores indican que otras variables financieras y, en especial, el exceso de liquidez, tienden a aumentar este tipo de inversión. Ocampo, Londoño y Villar (1985) encontraron una asociación similar entre liquidez y construcción privada. Finalmente, Reyes *et al* (1978) mostraron que el financiamiento tuvo un efecto sobre la inversión en construcción en el período 1950-1972. No obstante, el estudio posterior de Reyes (1985) no encontró una relación significativa entre estas dos variables en el período 1958-1981.

Al igual que en los estudios sobre ahorro, la tasa de interés parece tener un papel muy secundario en las decisiones de inversión. De hecho, varios estudios, entre ellos Ocampo, Londoño y Villar (1985), en relación con la inversión en maquinaria y equipo, construcción privada y total, y Bilsborrow (1968) y Carrizosa (1985), en relación con la inversión industrial, no encontraron relaciones estadísticamente significativas entre la acumulación de capital y la tasa de interés. Rubio (1983) encontró, sin embargo, una relación pequeña, pero significativa de esta variable con la inversión industrial. Carrizosa *et al* (1982) obtuvo también un resultado similar, aunque referido a la construcción de vivienda.

La relación entre la tasa de cambio, precios relativos de la maquinaria y equipo e inversión ha sido anotada en un párrafo anterior. Esta es apenas una de las múltiples conexiones que existen entre el sector externo y la inversión en Colombia. La dependencia de la inversión industrial de la disponibilidad de divisas ha sido ampliamente resaltada en los estudios sobre el tema (véanse, por ejemplo, Bilsborrow, 1968; Ospina, 1976; Rubio, 1983 y Chica, 1984-1985 y 1988). Por su parte, las estimaciones de Ocampo, Londoño y Villar (1985) indican que durante los años de control de importaciones, la inversión en maquinaria y total tienden a reducirse en poco más del 1% del PIB. La relación entre inversión y financiamiento externo ha sido explorada por Ocampo (1988), encontrando que hay evidencia de una asociación entre inversión total y privada con dicha variable únicamente a partir de la década del setenta.

La conexión entre financiamiento externo e inversión ha sido debatida extensamente en el país en relación con el sector público. Los trabajos de Perry, y de Junguito (1981), de Londoño y Perry (1985) no sólo resaltaron esta conexión, sino que indicaron que un peso adicional del crédito externo tiende a reflejarse en un crecimiento un poco mayor de la inversión pública. Este resultado indica que el ahorro público tiende a complementar el financiamiento externo, debido a las contrapartidas domésticas que exigen los organismos financieros internacionales. Este tipo de resultados ha sido corroborado por Ocampo, Londoño y Villar (1985), Ocampo y Cárdenas (1985), Perry y Cárdenas (1986), utilizando diferentes medidas de inversión pública y de financiamiento externo y utilizando como variables explicativas adicionales el nivel de tributación o el ahorro público. De acuerdo con los resultados obtenidos en estos estudios, un aumento de \$1 en el crédito externo tiende a traducirse en el largo plazo en un incremento de la inversión pública de aproximadamente \$1.30.

Gómez y Thoumi (1986) criticaron la relación causal implícita en este tipo de análisis, indicando que el financiamiento público externo depende muy probablemente de decisiones de inversión adoptadas autónomamente

por distintas administraciones gubernamentales y no a la inversa. No obstante, estos autores corroboraron la relación positiva que existe entre estas dos variables y, en algunos períodos, el impacto más que proporcional del financiamiento externo sobre la inversión estatal. Las mayores dudas sobre esta conexión surgen, así, del trabajo reciente de Ocampo (1988). En este ensayo, a diferencia de los anteriores, no se estimaron relaciones econométricas entre los niveles de estas dos variables, sino entre las tasas de inversión pública, endeudamiento oficial y tributación, medidas todas como proporción del PIB a precios corrientes. Con este tipo de método se encuentra que el financiamiento externo es un sustituto y no un complemento del ahorro público, particularmente a partir de la década del setenta (Véase, al respecto la Sección I.B de este trabajo) y, que, por lo tanto, el impacto del crédito externo sobre la inversión pública es mucho más reducido de lo que indican los estudios anteriores. De hecho, este ensayo indica que no ha habido una relación significativa entre estas dos variables desde la década del setenta, y que en la década del cincuenta y sesenta un incremento del 1% en el financiamiento público externo, expresado como proporción del PIB, tendió a reflejarse en el largo plazo en un aumento algo inferior, del 0,6%, en la tasa de inversión pública.

Los determinantes de carácter más estructural han sido resaltados particularmente en relación con las instituciones financieras apropiadas para canalizar los recursos disponibles en el mercado financiero hacia la inversión de largo plazo. El resultado de ello ha sido la creación de nuevas instituciones (Corporaciones Financieras, Corporaciones de Ahorro y Vivienda, Fondos de Inversión, etc.) que, en algunos casos, y especialmente en el de la vivienda, han jugado un papel muy importante en la dinámica de la inversión en Colombia. El interés por este tema ha resurgido afortunadamente en años recientes y comienza ya a reflejarse en iniciativas referidas a las normas que deben regular las instituciones existentes, así como en la creación de nuevos agentes. Por el contrario, pocos analistas han resaltado la relación que existe entre los cambios de la estructura productiva y el proceso de inversión. Una de las pocas excepciones es el ensayo de Ocampo y Reveiz (1980), en el cual se asocia el comportamiento de la inversión con las fases del proceso de sustitución de importaciones que ha experimentado la industria colombiana en la postguerra. A partir de este análisis, el trabajo anotado plantea que el menor dinamismo de la inversión en la década del setenta pudo haber estado asociado a la interrupción del proceso de sustitución de importaciones y, por lo tanto, al menor ritmo de cambio estructural en la industria. Sobre la importancia de este tipo de consideraciones volveremos brevemente en la sección siguiente de este trabajo.

La política económica puede incidir sobre el proceso de inversión a través de múltiples canales. El papel de la política de financiamiento interno y externo, de la tasa de cambio, del control de importaciones, y de los desarrollos institucionales, entre otros, se desprende claramente de la discusión anterior. La política fiscal y monetaria juegan también un papel decisivo sobre la demanda agregada e indirectamente, por lo tanto, sobre la inversión. En la literatura existente en el país ha recibido, además, alguna atención la relación que existe entre la política tributaria y la inversión. Este tema se ha discutido, en particular, en torno a los incentivos que crea el sistema tributario a determinadas formas de financiar la inversión (Véase, al respecto, Junguito, 1979; Ocampo y Perry, 1983; Perry y Cárdenas, 1986; Carrizosa, 1986; Fedesarrollo, 1986; Orozco, 1988; y McLure *et al*, 1988). Este tema será ampliamente debatido en una sesión posterior de este simposio y, por ello, no será objeto de mayores comentarios en este trabajo. Quisiera simplemente resaltar que dicha controversia gira mucho más sobre el incentivo al endeudamiento vs. formas alternativas de financiar la inversión, que sobre los montos de esta última.

El intento más completo de analizar el impacto del sistema tributario sobre los montos de la inversión es el trabajo de Carrizosa (1985), referido al sector industrial. A nivel general, este autor no encontró una relación estadísticamente significativa entre la inversión y la tasa de tributación. Por otra parte, intentó establecer el impacto sobre la inversión industrial de incentivos tributarios que han existido en el país - las exenciones al impuesto a la renta para sectores básicos creadas en 1960, los subsidios a las exportaciones y las reducciones de aranceles de importación para bienes de capital. Solamente en el primero de estos casos encontró alguna asociación entre los incentivos creados y la inversión, pero la evidencia es demasiado débil para ser concluyente⁶. Este trabajo no permite, por lo tanto, refutar la conclusión de otros autores sobre la escasa efectividad y el elevado costo fiscal de los incentivos a la inversión creados en 1960. (Véase una breve reseña de ellos, complementados con algunas consideraciones teóricas, en Perry y Cárdenas, 1986, cap. X).

C. ALGUNA EVIDENCIA ADICIONAL

En el trabajo reciente de Ocampo y Crane (1988) se pusieron nuevamente a prueba las distintas hipótesis sobre determinantes de la inversión en Colombia. Algunos de los resultados de este trabajo se resumen en los Cuadros 4 y 5. La variable dependiente utilizada en estos ejercicios es la tasa de inversión real (nominal en el caso de la inversión pública en el Cuadro 5). Como en el caso de las funciones de ahorro presentadas en la

sección I.B, esta especificación supone que existe una relación estrecha entre la inversión y la actividad económica global, es decir, que el mecanismo acelerador es el determinante más importante de la inversión. Fuera de ello, incluye dos variables que buscan captar efectos adicionales del acelerador: la desviación del PIB con respecto a su tendencia en el período 1950-1986 (el cambio en dicha variable en el caso de la construcción privada), que busca captar un comportamiento procíclico de la inversión, y la relación capital-producto, que intenta ver en qué medida el acervo de los capitales existente actúa como un factor depresivo de la acumulación de capital respectivos y el financiamiento externo, total o diferenciado entre sus componentes público y privado. En las regresiones referidas a la construcción y a la de inversión pública, se incluyó, además, la tasa de tributación y en el resto (maquinaria y equipo, construcción privada e inversión total) la tasa de interés real estimada por Carrizosa (1986, Cuadro VI) y una medida del crédito doméstico como proporción del PIB (crédito específico para la construcción en el caso de la construcción privada en el período más reciente). Finalmente, en las funciones de inversión en maquinaria y total se incluyó una variable dicotómica que toma el valor de 1 en los años de control de importaciones (1950-1952, 1956-1965, 1967-1969 y 1983-1986) y cero en el resto del período. (Cuadro 4 y 5)

Los resultados que se obtienen tanto con las viejas Cuentas Nacionales del Banco de la República como con las nuevas Cuentas del DANE indican que los precios relativos ejercen una influencia marcada sobre todos los tipos de inversión, con excepción de la inversión pública. A nivel global, la demanda de inversión es, sin embargo, inelástica a los precios relativos. Las implicaciones de esta inelasticidad se aprecian en el Gráfico 3, donde se reseña la evolución de las tasas de inversión total, tanto en término reales como nominales, y la evolución de los precios relativos de los bienes de capital. Como se puede apreciar, debido a una reducción marcada en estos precios, la disminución de la tasa de inversión real en 1970-1977 se reflejó en una caída aún más pronunciada de la tasa de inversión nominal. Por el contrario, en el período más reciente, caracterizado por la elevación de los precios relativos de los bienes de capital, asociada a la devaluación real, la tasa de inversión nominal se ha mantenido en niveles relativamente altos, pese a la caída que ha experimentado la tasa de inversión real. De esta manera, el **esfuerzo de ahorro** necesario para financiar la inversión se ha elevado como consecuencia de la devaluación, aún si el país mantiene tasas reales de inversión inferiores a las de comienzos de la década de los ochenta. (Gráfico 3)

La comparación de los resultados de los Cuadros 4 y 5 indica, sin

CUADRO 4
DETERMINANTES DE LAS TASA DE INVERSIÓN REAL POR TIPO DE BIEN, 1950-1980
(Estadística t entre paréntesis; elasticidad-precio en corchetes)

	Maquinaria y equipo		Construcción privada		Construcción pública		Total inversión en capital fijo	
Constante	0.182** (5.51)	0.188* (8.62)	0.125* (1.46)	0.118** (7.56)	0.027** (3.15)	0.024** (2.90)	0.374 (10.07)	0.381** (10.97)
Relación capital-producto 1 /			-0.014 (-0.17)		-0.062** (-3.04)	-0.056** (-2.81)		
Desviación del PIB con Respecto a su tendencia 2 / Tasa de interés (real)	0.053 (0.36)		0.099* (1.50)	0.107** (1.95)			0.243* (1.41)	0.239* (1.48)
Precio relativo de los bienes de capital 1 /	-0.106** (-4.43) [-0.99]	-0.104** (-4.45) [-0.98]	-0.044** (-2.41)	-0.051** (-3.39) [-0.73]			-0.205** (-5.23) [-0.90]	-0.194** (-5.33) [-0.85]
Crédito doméstico	0.044 (0.23)							
Financiamiento externo público					0.122 (1.20)			
Financiamiento externo privado	0.229** (1.80)	0.237** (1.99)						0.248** (1.74)
Financiamiento externo total							0.104 (0.63)	
Tasa de tributación					0.127** (2.93)	0.123** (2.82)	0.115 (0.71)	
Control de importaciones	0.016** (-2.19)	-0.017** (-2.72)					-0.011 (-1.28)	-0.011* (-1.33)
Variable dependiente rezagada					0.703** (6.10)	0.756** (7.03)		
Coefficiente de autocorrelación	0.557** (2.83)	0.593** (3.48)	0.762** (3.21)	0.719** (4.76)			0.570** (3.19)	0.590** (3.59)
R ²	0.765	0.783	0.809	0.818	0.758	0.753	0.786	0.810
DW	1.878	1.871	2.157	2.073	1.921	1.917	1.614	1.586

1 / Discriminados según tipo de bien.

2 / Cambio en la desviación del PIB en el caso de la construcción.

* Significativamente diferente de cero con 90% de confianza.

** Significativamente diferente de cero con 95% de confianza.

Fuente: Ocampo y Crane (1988).

CUADRO 5
DETERMINANTES DE LAS TASAS DE INVERSIÓN REAL POR TIPO DE BIEN, 1970-1986
 (Estadística t entre paréntesis; elasticidad-precio de largo plazo en corchetes)

	Maquinaria y equipo		Construcción privada		Construcción pública 4 /	Inversión pública 4 /	Total inversión en capital fijo	
Constante	0.176** (8.61)	0.155** (11.02)	0.138** (2.34)	0.139** (3.19)	0.021** (2.14)	0.028** (2.12)	0.231** (5.69)	0.217** (4.81)
Relación capital-producto 1 /	-0.044 (-1.20)		-0.164* (-1.64)	-0.165** (-2.16)	-0.003* (-1.45)	-0.009** (-1.89)	-0.002* (-1.79)	
Desviación del PIB con respecto a su tendencia 2 /			0.047 (1.28)	0.047* (1.50)				
Tasa de interés (real)			-0.0004 (-0.01)					
Precio relativo de los bienes de capital 1 /	-0.122** (-6.62)	-0.120** (-8.15)	-0.047** (-2.34)	-0.047** (-3.75)			-0.148** (-4.13)	-0.117** (-2.47)
	[-1.48]	[-1.46]	[-2.75]	[-2.77]			[-0.91]	[-0.72]
Crédito doméstico 3 /	0.332** (3.46)	0.233** (3.72)	0.229** (2.93)	0.228 (3.23)			0.499** (4.37)	0.377** (3.59)
Financiamiento externo público					0.124 (1.17)	0.455** (1.82)		0.373** (1.79)
Financiamiento externo privado		0.228** (2.27)						0.229* (1.48)
Financiamiento externo total	0.052 (0.70)						0.336** (2.85)	
Control de importaciones	-0.010** (-2.56)	-0.010** (-3.26)					-0.004 (-1.23)	
Variable dependiente rezagada			0.397* (1.77)	0.399** (2.48)	0.573** (2.88)	0.523** (2.39)		
Coefficiente de autocorrelación	0.409 (-1.19)	-0.436* (-1.37)					-0.486* (-1.56)	
R ²	0.722	0.808	0.658	0.696	0.556	0.787	0.751	0.564
DW	2.127	2.286	1.747	1.750	1.625	1.927	1.545	1.904

1 / Discriminados según tipo de bien.

2 / Cambio en la desviación del PIB en el caso de la construcción privada.

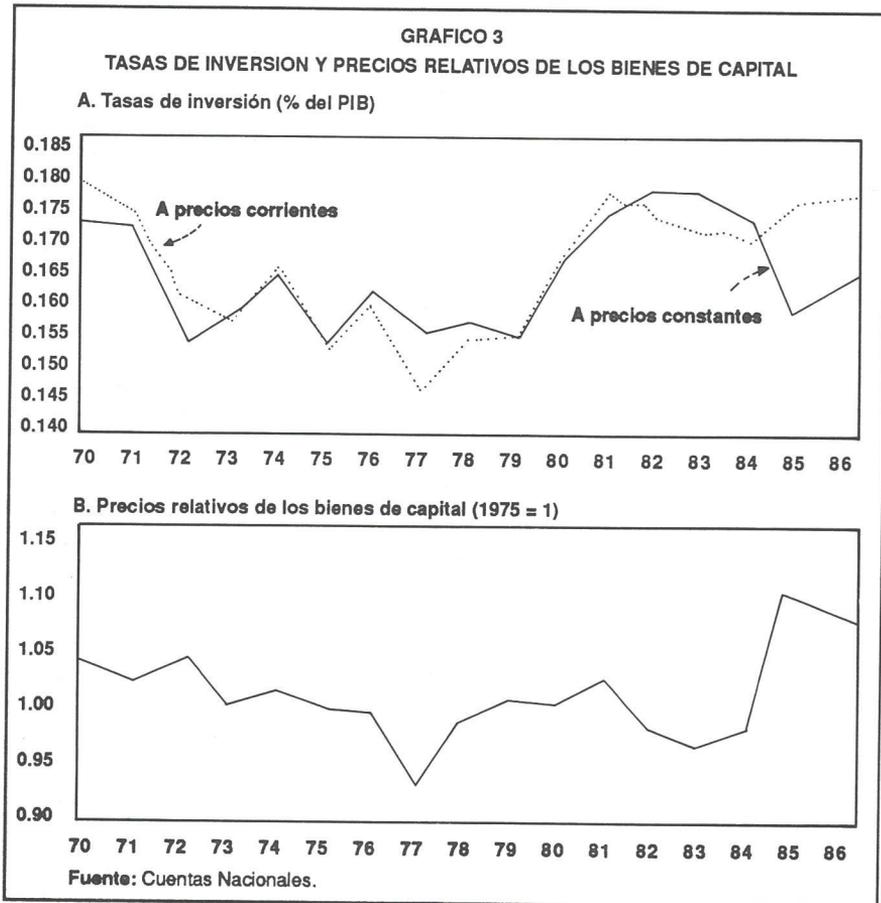
3 / Crédito para la construcción en el caso de la construcción privada.

4 / Tasa de inversión nominal.

* Estadísticamente diferente de cero con 90% de confianza.

** Estadísticamente diferente de 95% de confianza.

Fuente: Ocampo y Crane (1988).



embargo, que las inversiones en maquinaria y equipo y en construcción privada se han tomado mucho más sensibles a los precios relativos en años más recientes, particularmente en el segundo caso. La inelasticidad global a los precios relativos obedece, así, en buena parte, al comportamiento de la inversión pública. Sin embargo, los resultados del mismo estudio indican que, en cualquier caso la inversión privada también es inelástica a los precios relativos. Esto indica, por lo tanto, que gran parte de la sensibilidad de la inversión en maquinaria y construcción a los precios es una sustitución entre estos tipos de inversión más que entre inversión y otros agregados macroeconómicos⁷.

El impacto de otras variables indicativas del mecanismo acelerador incluídas en los Cuadros 4 y 5 no parece ser muy importante. La cons-

trucción privada es muy sensible a variaciones de corto plazo de la actividad económica agregada; no obstante, esta sensibilidad parece haber disminuído en el tiempo. A nivel global hay también alguna indicación de un efecto procíclico de la inversión, pero ésta desaparece en el período más reciente. Por su parte, la relación capital-producto ejerce el impacto depresivo esperado en el período 1950-1980 como un todo sólo en la construcción pública; en este caso, quizás debe interpretarse como una señal de que los bajos niveles iniciales de infraestructura que tenía el país a fines de la postguerra actuaron como un factor impulsor de este tipo de construcción. En el período más reciente también se obtiene un efecto de este tipo para la construcción privada.

El efecto del control de importaciones sobre la inversión en maquinaria es significativo en ambos cuadros, aunque más fuerte para el período 1950-1980 como un todo. Durante este período, los años de control sobre las importaciones tuvieron en promedio una tasa de inversión en maquinaria inferior en el equivalente a 1.6 a 1.7% del PIB a aquellos en los cuales este tipo de regulación administrativa no fue muy restrictiva. En años más recientes, este efecto se reduce a 1.0%. Además, desaparece el impacto del control de importaciones sobre la inversión total.

Entre las variables financieras incluídas, el crédito doméstico parece tener un efecto importante sobre la inversión en maquinaria y equipo, en construcción privada y total a partir de la década del setenta, pero no con anterioridad. La tasa de interés no parece jugar, en cambio, ningún papel en la determinación de la inversión. De hecho, sólo tiene el signo negativo esperado en las funciones de construcción privada, pero con una bajísima significancia estadística.

El impacto del financiamiento externo sobre la inversión es interesante. En ambos cuadros se obtiene un efecto significativo del financiamiento externo privado sobre la inversión en maquinaria y equipo total. En las regresiones sobre determinantes de la construcción pública, el financiamiento externo no resulta estadísticamente significativo. En el período 1950-1980, la dinámica de este tipo de construcción parece haber estado determinado, ante todo, por la tasa de tributación y por la relación entre el acervo de esta construcción y la producción total; en el período más reciente, el efecto de la tributación desaparece (de hecho, resulta negativo en las estimaciones correspondientes). En cualquier caso, los coeficientes obtenidos, sugieren que un incremento del financiamiento externo equivalente al 1% del PIB se reflejó en un aumento del 0.4% en construcción pública en el período 1950-1980 y del 0.3% en 1970-1986. Nótese, sin embargo, que el financiamiento público externo sí parece haber ejercido un impacto importante sobre la inversión pública total en el período 1970-

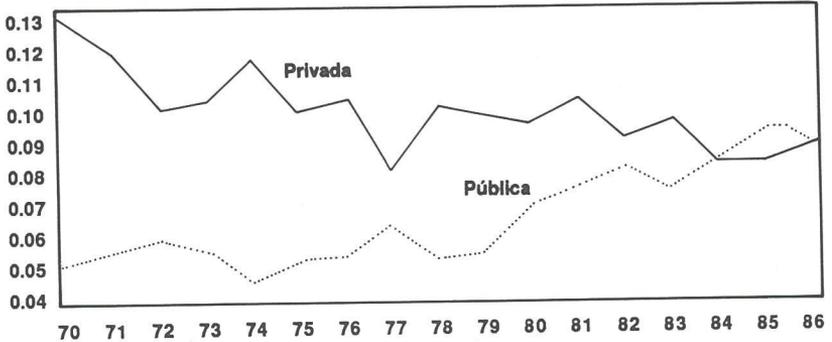
1986. En este período, un incremento del financiamiento equivalente al 1% del PIB se reflejó en un crecimiento algo menor, de 0.95%, en la inversión pública total. El contraste de estos resultados con los obtenidos por Ocampo (1988) y por estudios anteriores indica la sensibilidad de los resultados a la especificación econométrica adoptada⁸ y, por lo tanto, la debilidad de las conclusiones de uno u otro tipo sobre la relación entre crédito externo e inversión pública. En cualquier caso, los resultados señalados, en conjunto con los que se obtuvieron en la Sección I.B, indican que el crédito externo no ha sido un complemento del ahorro público interno, sino en gran medida un sustituto de él.

Aunque los resultados anteriores confirman en gran medida las conclusiones de otros autores y la validez de las consideraciones teóricas contenidas en la Sección II.A, arrojan en cualquier caso una paradoja cuando se contrastan con la evolución de la inversión a lo largo de la década del setenta. En efecto, con base en estos resultados econométricos podría pensarse que los parámetros característicos de la década —tendencia al abaratamiento de los bienes de capital, abundancia de financiamiento interno y externo, ausencia de controles severos a las importaciones, etc.— fueron en su conjunto favorables a la inversión. ¿Por qué manifiesta, entonces, la tasa de inversión una tendencia a la baja a lo largo de la década, según lo indica el Gráfico 3? Para responder esta pregunta conviene tener presente que casi todo el debilitamiento de la tasa de inversión se concentra en el sector privado y, en especial, en las empresas. Más aún, cuando la tasa de inversión vuelva nuevamente a recuperarse en la década del ochenta, esto refleja únicamente un aumento en la inversión del sector público y, en especial, de las empresas estatales (Véase al respecto el Gráfico 4).

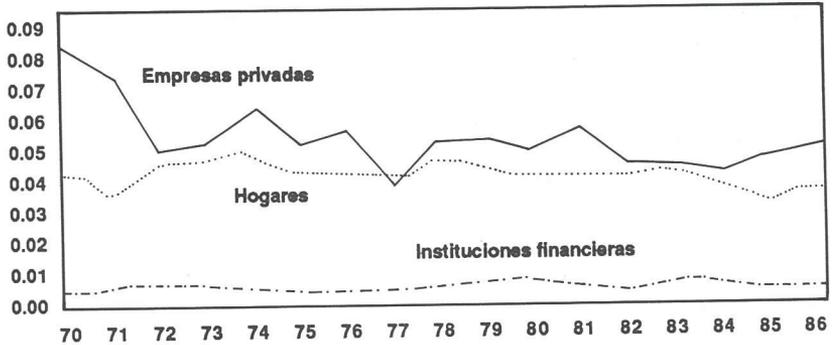
Aunque la evolución particular de las variables utilizadas en los ejercicios estadísticos podría ayudar a explicar el comportamiento de la inversión, la respuesta al interrogante planteado en el párrafo anterior requiere seguramente el recurso a explicaciones alternativas. En las discusiones públicas en el país se han utilizado, en particular, dos hipótesis que merecen algunos comentarios. La primera es el supuesto desplazamiento de la inversión privada por la pública. Una simple inspección del Gráfico 4 permite, sin embargo, descartar fácilmente esta idea. En efecto, la tasa de inversión del sector privado se había debilitado considerablemente mucho antes de que comenzara el gran empuje de la inversión pública a comienzos de los años ochenta. La segunda es la especulación financiera y, en especial, la tendencia de las empresas a utilizar una proporción de sus recursos en operaciones financieras. Este proceso, que Melo (1988) ha denominado la “fuga interna de capitales” fue, sin duda, importante,

GRAFICO 4
TASAS DE INVERSION POR AGENTES INSTITUCIONALES
 (% del PIB a precios corrientes)

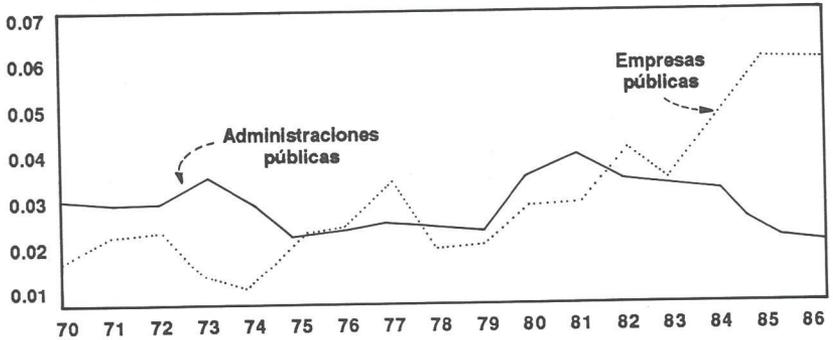
A. Tasas de inversión privada y pública



B. Agentes privados



C. Agentes públicos.



Fuente: Cuentas Nacionales.

según veremos en la Sección II.E de este trabajo. Sin embargo, difícilmente sirve para explicar la tendencia anotada, ya que cuando se inició a mediados de la década del setenta, el debilitamiento de la inversión privada ya había cogido bastante vuelo. En alguna medida, por lo tanto, esta "fuga interna de capitales" pudo haber sido un efecto más que una causa de la reducción en la tasa de inversión privada.

Dada la debilidad de estas hipótesis, el recurso a explicaciones asociadas a los cambios en la estructura de la producción, como las que plantearon en su momento Ocampo y Reveiz (1980), puede resultar muy fructífero. En efecto, el comportamiento de la inversión de las empresas privadas está en gran medida determinado por la evolución de la industria manufacturera, donde se concentra el grueso del capital de estas empresas. La interrupción del cambio estructural que experimentó la industria hasta la década del sesenta, asociado al proceso de sustitución de importaciones, pueden ser en gran medida responsable del comportamiento de la inversión de las empresas privadas en la década pasada. La crisis que experimentó la industria desde mediados de la década, e incluso la reversión de la tendencia a la diversificación de su producción, aceleró, por supuesto, esta tendencia. La desaparición de las oportunidades de inversión en la industria no estuvo acompañada del desarrollo de nuevos sectores con requerimientos importantes de capital hasta fines de la década del setenta. Sin embargo, estos nuevos sectores se localizaron en actividades —la infraestructura y la gran minería— reservadas al Gobierno o donde sólo tienen participación importante un puñado de empresas privadas extranjeras.

Pese a que esta explicación es sólo parcial, ella capta uno de los elementos más decisivos en la evolución de la inversión en Colombia desde la década pasada. Además, contiene implicaciones de política económica muy importantes. En especial, indica que para promover la inversión de las empresas o del sector privado en general, posiblemente no basta con crear las condiciones favorables de demanda, financieras u de otro tipo y, menos aún, con desmontar los esfuerzos de inversión pública en ciertos sectores. Se requiere, ante todo, que se creen las condiciones favorables para la diversificación de la estructura productiva, ya que será en gran medida en aquellas actividades que se perciban en forma generalizada como de punta donde se concentrarán en gran medida los esfuerzos de inversión en los próximos años.

D. LA EVIDENCIA DE LAS ENCUESTAS DE OPINIÓN EMPRESARIAL

La realización de encuestas sobre cuáles son los factores que, a juicio de los propios empresarios, ejercen un impacto favorable o desfavorable sobre la inversión ha enriquecido recientemente el conocimiento sobre los determinantes de esta variable. A comienzos de 1988, FEDESARROLLO realizó dos encuestas de este tipo, en el marco de su Encuesta de Opinión Empresarial del sector industrial: la primera de ellas en enero, coincidiendo con la evaluación del mes de diciembre de 1987, y otra en marzo, en colaboración con el Banco Mundial. La primera de ellas fue objeto de un análisis detallado en FEDESARROLLO (1988) y ya ha sido objeto de alguna discusión por parte de los especialistas.

Ambas encuestas captaron la opinión de poco más de 200 empresarios distribuidos en forma bastante normal entre los distintos subsectores de la industria. Cerca de una cuarta parte pertenecen a empresas de 50 trabajadores o menos. El resto se distribuye en forma bastante pareja entre empresas de 51-200 trabajadores o de más de 200. Se trata, así, de una muestra representativa de empresas industriales medianas y grandes. De acuerdo con este patrón, poco más de la mitad de ellas son sociedades anónimas cerradas y sólo una octava parte sociedades anónimas abiertas; el resto son empresas familiares. Además, cerca de tres cuartas partes de ellas afirman seguir procesos formales de formulación y revisión de sus planes de inversión, pero sólo una tercera parte indica que en sus empresas existe un departamento de planeación específicamente encargado de estudiar dichos planes.

Estas encuestas sirvieron, en primer término, para confirmar el proceso dinámico de inversión que ha tenido lugar en Colombia recientemente. En efecto, la primera de estas encuestas mostró que una tercera parte de las empresas había aumentado su inversión en términos reales en 1987 y un 40% planeaba hacerlo en 1988. Además, según lo revela el análisis realizado en el artículo de FEDESARROLLO ya mencionado había una asociación más o menos importante entre los sectores donde se concentraban los mayores esfuerzos de inversión y los niveles de utilización de capacidad alcanzados a fines de 1986 o a lo largo de 1987. Por otra parte, el 69% de los empresarios que respondieron la encuesta conjunta con el Banco Mundial indicaron que la capacidad instalada había aumentado en los últimos 12 meses.

La primera encuesta indagó por las modalidades de financiamiento de la inversión, tanto la realizada en 1987 como la planeada para 1988. Los resultados más generales se presentan en el Cuadro 6 donde (con las debidas reservas) se comparan con las estructuras de financiamiento de

las sociedades anónimas en períodos anteriores. Como se puede apreciar, la importancia relativa de los recursos propios parece haber aumentado aún por encima de los niveles ya elevados que habían sido característicos del período 1965-1968, hasta representar más de la mitad de los recursos financieros de las empresas industriales en años recientes. Por su parte, los recursos del crédito han disminuído en relación con los niveles alcanzados en la década del setenta, pero se mantienen en cualquier caso en montos elevados. Así las cosas, los aportes de capital siguen siendo muy pequeños, e incluso parecen haber alcanzado en 1987 uno de sus puntos más bajos de la postguerra. (*Cuadro 6*)

Las respuestas a las preguntas sobre los principales factores que afectan las decisiones de inversión se resumen en los Cuadros 7 a 9. Nótese que las preguntas realizadas indagan por aspectos ligeramente diferentes de las decisiones de inversión e incluyen, a su vez, alternativas de respuesta que varían entre una y otra. El primero de estos cuadros resume la información que proporciona la encuesta realizada en enero sobre los factores favorables a la inversión en 1987 y los principales impedimentos para hacerlo en el momento de realizar la encuesta. En ambos casos se pidió al empresario establecer un rango de 1 a 3 para los factores que considerara más importantes. El Cuadro 8 resume las respuestas a las preguntas de cuáles son los factores más importantes en las decisiones de inversión (posiblemente con alguna independencia de en qué momento se realicen) que se incluyó en la segunda encuesta. Nuevamente la información correspondiente aparece documentada de acuerdo con la prioridad que el empresario le asignó al factor respectivo. Por último, el Cuadro 9 resume las respuestas a las preguntas incluídas en esta última encuesta sobre el efecto de distintos desarrollos en el frente económico sobre las intenciones de inversión. En este caso no se solicitó a los empresarios que establecieran prioridades entre las distintas alternativas sino que indicaran si el factor respectivo tenía un efecto positivo o negativo sobre las decisiones de inversión. Los Cuadros 8 y 9 resumen también las respuestas de los empresarios de acuerdo con el tamaño de las empresas. (*Cuadros 7, 8 y 9*)

Los resultados a las dos preguntas que se reseñan en el Cuadro 7 pueden ser interpretados conjuntamente. Como se puede apreciar, la demanda interna fue el factor más favorable a la inversión en 1987 pero curiosamente también el impedimento más importante para realizar nuevas inversiones a comienzos de 1988 en el caso de varias empresas. Las variables relativas a las condiciones de financiamiento interno de la inversión surgen, como un todo, como el segundo factor en las decisiones de inversión. Entre ellos, los recursos propios juegan el papel más decisivo, seguido por la disponibilidad de crédito y sólo en última instancia por los

CUADRO 6

FUENTES DE FONDOS DE LAS EMPRESAS INDUSTRIALES

	Intereses	Aportes de capital	Préstamos 1 /
A. Total sociedades anónimas			
1941-45	21.7%	44.5%	33.8%
1946-52	21.9	43.7	35.4
1953-54	45.8	15.6	38.7
1956-59	42.4	22.7	34.9
1960-64	31.3	24.2	44.6
1965-68	40.3	13.7	46.8
B. Sociedades anónimas industriales			
1960-64	30.0%	27.8%	42.1%
1965-68	50.1	10.6	39.4
1970-74	33.8	7.4	58.8
1975-79	38.3	4.2	57.5
1982	29.9	2.8	67.3
C. Empresas Industriales			
1987	57.2	2.8	40.0
1988	51.4	6.3	42.3

Fuentes: A. Pieschacón (1973).

B. 1960-68 - Chica (1984-85); 1970-82 - Restrepo (1984-85).

C. Fedesarrollo (1988).

1 / Incluye Leasing.

costos financieros. Nótese, sin embargo, que los factores financieros aparecen mencionados con mayor frecuencia como principal impedimento que como el factor más favorable a las decisiones de inversión. Las variables externas —incentivos a las exportaciones, protección frente a las importaciones, disponibilidad de crédito externo y facilidad para importar maquinaria— jugaron un papel muy secundario en 1987 como incentivos a la inversión; entre ellas la más importante, y de acuerdo con los empresarios, fue la protección frente a las importaciones. Estas variables parecen jugar un papel también secundario como impedimento para un número importante de empresas.

La relación precio-costo ocupa también un papel secundario, tanto como incentivo como impedimento a la inversión. Curiosamente en el primer caso es menos importante, de acuerdo con los empresarios, que la capacidad organizacional para adoptar los cambios y sólo algo más relevante que la disponibilidad de innovaciones tecnológicas. El resultado más sorprendente de la encuesta fue la constatación de la escasa importancia que le confieren los empresarios a la reforma tributaria de 1986 como

CUADRO 7
PRINCIPALES FACTORES FAVORABLES Y DESFAVORABLES A LA INVERSIÓN
(Porcentaje de las empresas que responden la pregunta)

	Prioridad 1	Prioridad 2	Prioridad 3
A. Factores favorables			
Alta demanda interna	44.6%	10.1%	3.7%
Incentivos a las exportaciones	2.5	1.7	4.9
Protección frente a las importaciones	4.4	11.2	4.3
Reforma tributaria de 1986	4.9	5.1	4.9
Relación precio-costo satisfactoria	8.8	12.9	16.0
Disponibilidad de crédito interno	4.9	12.9	8.6
Disponibilidad de crédito externo	0.5	1.7	1.2
Disponibilidad de recursos propios	8.3	12.9	12.3
Costos financieros favorables	1.0	1.7	3.7
Disponibilidad de mano de obra calificada	-	3.9	3.1
Disponibilidad de innovaciones tecnológicas	6.9	6.7	14.2
Facilidad para importar maquinaria	2.5	3.9	4.3
Capacidad organizacional para adoptar los cambios	10.8	15.2	18.5
B. Impedimentos actuales			
Baja demanda interna	20.9%	4.7%	5.6%
Desincentivos a las exportaciones	2.8	7.4	3.2
Protección inadecuada frente a las exportaciones	4.5	2.0	5.6
Exceso de impuestos	13.6	18.9	11.3
Relación precio-costo insatisfactoria	11.9	11.5	8.9
Escasez de crédito interno	8.5	8.8	6.5
Escasez de crédito externo	0.6	1.4	1.6
Escasez de recursos propios	14.7	11.5	10.5
Costos financieros desfavorables	7.9	17.6	19.4
Escasez de mano de obra calificada	-	2.0	4.8
Falta de innovaciones tecnológicas	4.0	0.7	4.8
Dificultad para importar maquinaria	9.6	10.1	12.9
Dificultades organizacionales para adoptar los cambios	1.1	3.4	4.8

Fuente: Encuesta sobre inversión de Fedesarrollo, enero de 1988.

CUADRO 8
FACTORES MAS IMPORTANTES EN LAS DECISIONES DE INVERSION
(Porcentaje de empresas que responden la pregunta)

	Prioridad 1	Prioridad 2	Prioridad 3	Prioridad 1 según tamaño de la empresa		
				11-50 trabajadores	51-200 trabajadores	Más de 200 trabajadores
Estabilidad de la economía	21.2%	24.2%	17.6%	17%	29%	17%
Disponibilidad de crédito	6.3	11.6	19.1	13	3	5
Costo de crédito	2.9	9.7	14.7	-	3	5
Utilidades	19.7	20.3	16.7	31	17	14
Clima social y político	7.7	12.1	12.3	4	6	10
Nivel de demanda doméstica	40.4	18.8	12.3	31	42	47
Disponibilidad de gerencia capacitada	1.9	3.4	7.4	4	1	1

Fuente: Encuesta sobre inversión Fedesarrollo-Banco Mundial, marzo de 1988.

CUADRO 9
EFFECTO SOBRE LAS INTENCIONES DE INVERSIÓN DE DIVERSOS FACTORES
(Porcentaje de las empresas que responden la pregunta)

	Fuertemente Positivo	Positivo	Neutro	Negativo o fuertemente negativo	Fuertemente positivo según tamaño de empresas		
					11-50 trabajadores	51-200 trabajadores	Más de 200 trabajadores
Menor nivel de devaluación	25.8%	48.0%	14.1%	12.1%	25%	24%	30%
Menores tasas de interés	37.9	53.2	6.9	2.0	43	31	39
Menores impuestos a las importaciones de maquinaria	49.5	41.5	6.5	2.5	43	41	65
Menores impuestos a las importaciones de materia prima	46.0	32.5	18.0	3.5	44	51	40
Menores restricciones a las importaciones	27.5	42.0	17.0	13.5	27	32	25
Menores contraprestaciones de los acreedores	10.9	41.7	43.2	4.2	7	15	9
Menores impuestos sobre las utilidades	38.6	49.5	10.9	1.0	35	41	42
Mayor demanda doméstica	71.6	27.5	1.0		67	72	73
Reducción significativa de la actividad guerrillera y criminal	48.5	34.7	15.3	1.5	40	44	58
Mayor disponibilidad de mano de obra calificada y gerencial	13.0	53.5	33.5		9	18	12

Fuente: Encuesta sobre inversión Fedesarrollo-Banco Mundial, marzo de 1988.

un incentivo a la inversión, que contrasta con la presentación pública que de ella hizo en su momento el Gobierno. Ello indica que su alcance fue más modesto, aunque no por ello menos importante, ya que representó un avance muy importante en la eliminación de los incentivos al endeudamiento existentes bajo el régimen tributario anterior. En contra de la escasa importancia que le confieren a la reforma, un número significativo de empresas menciona el exceso de impuestos como un impedimento a la inversión. El alcance de esta respuesta podrá visualizarse posteriormente con la ayuda del Cuadro 9.

En el Cuadro 8 la demanda doméstica surge nuevamente como el factor más importante en las decisiones de inversión seguido por la estabilidad de la economía. Las utilidades aparecen en un tercer lugar, en tanto que la disponibilidad y costo del crédito parecen jugar un papel bastante modesto. Nótese que en este caso no se indagó por los recursos propios de las empresas que, de acuerdo con el cuadro anterior, es el factor más importante en el financiamiento de la inversión. Dado el momento en el cual se realizó la encuesta (marzo), la escasa importancia que atribuyeron los empresarios al clima social y político en las decisiones de inversión resulta, sin duda, sorprendente. Lo es más cuando, de acuerdo a la misma encuesta, el 49.5% de los empresarios contestó que el clima socio-político para la inversión era desfavorable, en contraste con el 77.5% que respondió que el clima económico para hacerlo era favorable.

La última pregunta, cuyas respuestas se resumen en el Cuadro 9, sirve nuevamente para confirmar el papel abrumadoramente importante de la demanda doméstica en las decisiones de inversión. En contraste con el cuadro anterior, el clima socio-político aparece, aquí, como un factor importante, acompañado por los impuestos a las importaciones de maquinaria y materia prima, donde se concentran en gran medida los "altos impuestos" que los empresarios consideran como un impedimento a la inversión en las circunstancias actuales. De hecho, los impuestos a las utilidades aparecen mencionados con mucho menos énfasis en el Cuadro 9 y su importancia relativa no es mayor que la que tienen las tasas de interés, cuyo papel en las decisiones de inversión es modesto, de acuerdo con los Cuadros 7 y 8. Las opiniones más divididas se presentan, como es de esperar, en las preguntas relativas a la devaluación y a los controles a las importaciones. En este último caso, más de la mitad de los empresarios que consideran que las menores restricciones a las importaciones serían perjudiciales se concentran en la metalmecánica. Aquellos empresarios que consideran que las menores restricciones serían favorables a la inversión sin duda se refieren a la facilidad para importar maquinaria, que aparece mencionada en forma directa en las preguntas anteriores, más que

a las virtudes de un régimen abierto de competencia con productos importados, que en realidad tiene pocos adeptos entre los industriales colombianos. Por último, conviene resaltar la escasa importancia que atribuyen los empresarios a las contraprestaciones de los acreedores y a la disponibilidad de mano de obra calificada.

Los patrones de las respuestas de los Cuadros 8 y 9 por tamaño del establecimiento no arrojan mucha información adicional, especialmente en el segundo caso. En el Cuadro 8 se aprecia, sin embargo, que las empresas grandes le confieren una importancia mayor a la demanda, en tanto que las pequeñas se la otorgan a las utilidades. Esto puede reflejar el hecho de que las empresas pequeñas generalmente enfrentan condiciones más competitivas que las grandes. Por su parte, la disponibilidad de crédito es más importante para las empresas pequeñas, pero las más grandes le otorgan más importancia al clima socio-político. Este, es, además, el único caso en el cual existe un patrón marcado de comportamiento por tamaño de empresa en el Cuadro 9. También hay un patrón de este tipo, aunque poco pronunciado, en las respuestas a las preguntas sobre la demanda y los impuestos de las utilidades (más importantes en ambos casos para las empresas grandes).

Así las cosas, la demanda interna aparece como el factor abrumadoramente importante en las decisiones de inversión en Colombia. Las condiciones de financiamiento también tienen un papel importante, especialmente los recursos propios y el acceso al crédito, esto último particularmente en el caso de las empresas más pequeñas. Entre las variables relativas al sector externo, el acceso a licencias de importación para los bienes de capital y los impuestos a las importaciones juegan un papel no despreciable, especialmente como obstáculos a la inversión. Hay otros factores que inciden de una u otra manera, tanto de carácter económico como socio-político. Sin embargo, éstos son posiblemente los que merecen destacarse por sus posibles implicaciones de política económica.

E. LA INVERSIÓN Y LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

Dada la importancia que los empresarios y algunos estudios otorgan al financiamiento de la inversión, y la naturaleza de este Simposio, este trabajo quedaría incompleto sin una referencia a este tema. No obstante, como este problema será objeto de atención más detallada en una sesión posterior, las anotaciones que siguen no pretenden ser más que consideraciones preliminares, en las cuales se desean resaltar, en particular, conclusiones de algunos estudios que no han sido suficientemente destacadas

en las discusiones públicas sobre el tema (veáanse, en especial, los trabajos de Tenjo, 1983; Chica, 1984-85; Acosta, 1986 y Melo, 1988). Para tal propósito, siguiendo algunos de estos estudios, el análisis que sigue combina la información proveniente de las Cuentas Nacionales del DANE con aquella que proporcionan las Cuentas Financieras del Banco de la República sobre los flujos de fondos de las sociedades y cuasisociedades no financieras.

Lo primero que se destaca en el análisis de estas series estadísticas es la ausencia de una tendencia ascendente en las necesidades de recursos externos de las empresas para financiar la inversión. Según la información que se presenta en la parte inferior del Cuadro 10, el ahorro bruto ha financiado poco más de la mitad de la inversión en capital fijo en inventarios de las empresas desde los años setenta. El reflejo de ello ha sido que los requerimientos de recursos externos (o préstamo neto real) se han mantenido relativamente constantes o incluso han tenido una ligera tendencia a la baja en las décadas del setenta y ochenta. Esta misma tendencia se aprecia para el balance de fuentes y usos de recursos financieros (préstamo neto financiero), aunque en este último caso la serie es mucho más errática (véase el Gráfico 5). Lo que es más interesante, pese a que la tasa de ahorro de las empresas privadas (medida como proporción de las utilidades brutas o excedente de explotación) es más baja que la de las públicas, estas últimas han dependido más de recursos diferentes al ahorro propio. Este hecho se aprecia tanto en el Cuadro 10 como, especialmente, en el Gráfico 6. Como es apenas evidente, este hecho refleja las tendencias dispares de la inversión de las empresas públicas y privadas a lo largo del período analizado, cuyas causas fueron analizadas en una sección anterior de este trabajo. (Gráfico 5) (Gráfico 6) (Cuadro 10)

Los recursos financieros totales recibidos por las empresas tampoco han tenido una tendencia clara, tanto si se miden como proporción del PIB o de la inversión (Gráfico 6). En el primer caso han fluctuado entre el 10 y poco menos del 20% del PIB, y en el segundo entre el 100 y el 150% de la inversión, con ciclos pronunciados de diferente duración. Nuevamente, la dependencia creciente de recursos financieros es más una característica de las empresas públicas que de las privadas.

Los cambios más importantes de la estructura financiera de las empresas no se han experimentado, por lo tanto, en términos de las necesidades de recursos externos para financiar la inversión o de su acceso a estos recursos, sino en la estructura de las fuentes y usos de fondos. Las tendencias principales son de dos tipos. La primera de ellas, y la más conocida, es la sustitución de la financiación por medio de acciones y otros derechos de propiedad por créditos, especialmente de corto plazo. La segunda puede

CUADRO 10
ESTRUCTURA DE LAS FUENTES Y USO DE FONDOS DE LAS EMPRESAS, 1970-1985

	Total empresas				Empresas privadas			Empresas Públicas		
	1970-74	1975-79	1980-82	1983-85	1975-79	1980-82	1983-84 ¹	1975-79	1980-82	1983-84 ¹
Fuentes 2 /										
Derechos de propiedad	29.7%	20.5%	19.4%	25.9%	23.2%	25.1%	40.0%	10.9%	13.5%	15.1%
Créditos de corto plazo	12.9	26.2	28.2	15.9						
Créditos de largo plazo	22.7	24.8	19.2	23.8						
Créditos comerciales	28.8	23.3	25.6	28.1						
Total créditos	64.4	74.3	73.0	67.7	72.1	70.8	55.6	81.5	75.8	76.5
Otros recursos 3 /	5.9	5.1	7.6	6.4	4.8	4.1	4.4	7.7	10.7	8.4
Usos:										
Medios de pago	3.5	5.2	5.7	5.6	4.7	7.5	7.9	2.3	1.1	4.7
Inversiones financieras 4 /	5.2	7.7	9.0	9.9	9.8	10.6	12.4	5.9	7.9	6.1
Derechos de propiedad	2.7	3.8	3.5	5.9	3.8	2.8	9.0	4.0	5.0	4.5
Créditos de corto plazo	2.4	5.9	4.8	2.6						
Créditos de largo plazo	5.3	7.2	2.7	2.6						
Créditos comerciales	34.4	34.6	29.9	28.5						
Total créditos	42.1	47.7	37.4	33.8	54.1	42.3	34.1	23.5	23.7	23.9
Otros activos	1.0	-0.9	0.1	0.8						
Disponibles para inversión	45.5	36.5	44.3	44.0	27.6	36.8	36.7	64.2	62.3	60.9
Relaciones:										
Recursos financieros / PIB	13.4	12.8	16.0	14.6	10.1	11.8	7.5	2.7	4.2	5.1
Recursos financieros / Inversión 5 /	131.8	139.9	154.5	136.5	167.5	184.6	141.9	89.4	104.1	108.3
Préstamo neto real / Inversión 5 /	45.1	48.3	46.8	40.4	44.6	41.2	26.7	55.0	54.7	53.3
Ahorro bruto / Inversión 5 /	52.7	51.0	50.9	55.4	55.1	59.2	77.0	43.5	38.3	38.5
Ahorro / Bruto / Excedente bruto de explotación	30.2	28.1	31.3	34.0	22.9	26.3	28.0	70.1	60.0	57.5

1 / Incluye 1985 para las tres últimas relaciones indicadas en el cuadro.

2 / Incluye transferencias recibidas según Cuentas Nacionales. Excluye operaciones pasivas de colocación en derechos de acreedores.

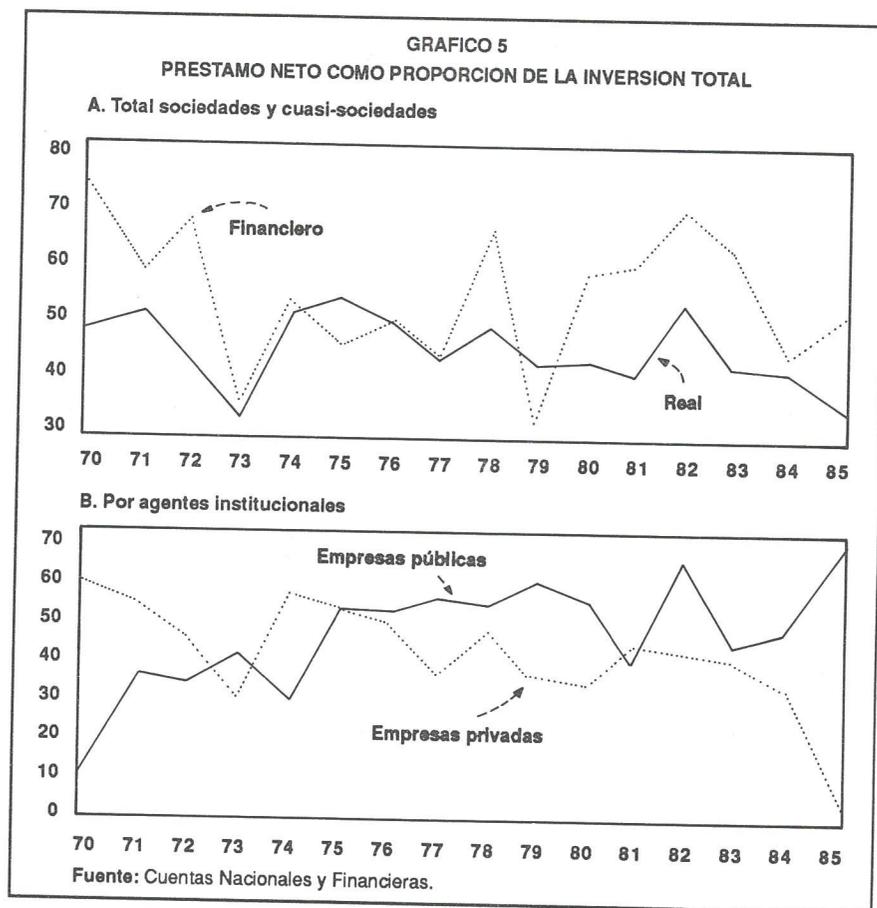
3 / Transferencias recibidas, pasivos laborales, cuentas por pagar o recibir (neto) y operaciones pasivas con medios de pago.

4 / Neto de operaciones activas y pasivas de colocación en derechos de acreedores. Incluye depósitos no monetarios en M / E.

También incluye otros activos en el caso de las empresas privadas y públicas.

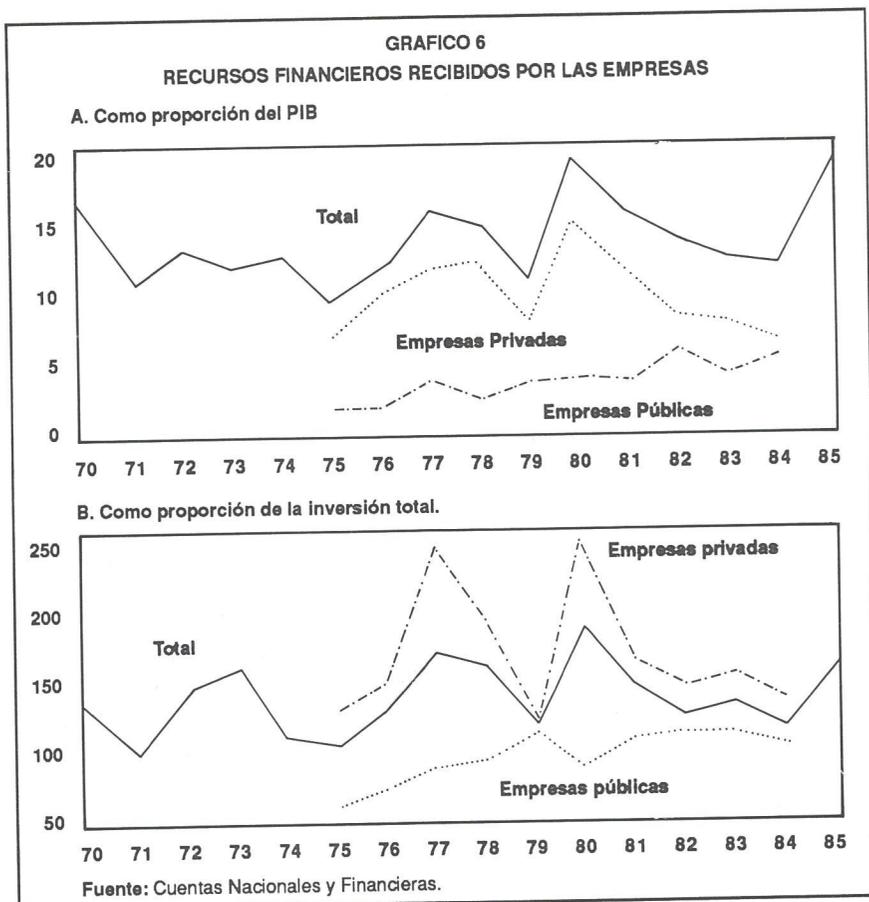
5 / Capital fijo e inventarios.

Fuente: Cuentas Nacionales y Financieras. Estructura de financiamiento de las empresas privadas y públicas según Acosta (1986).



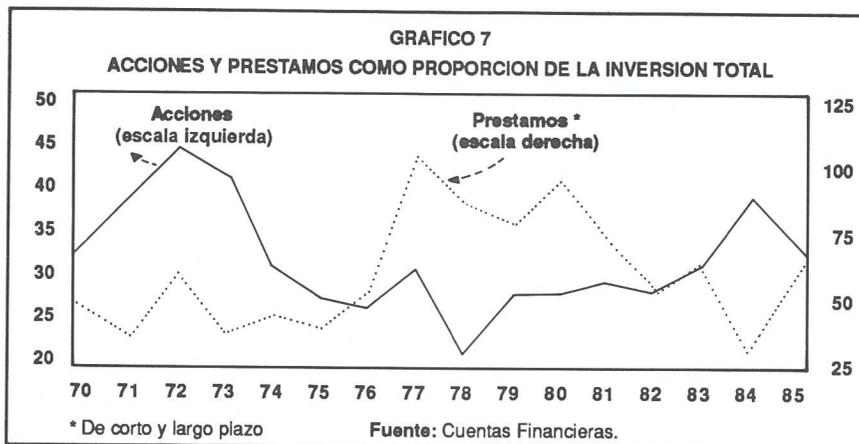
caracterizarse como una “profundización financiera” en ambos lados del balance.

La primera de estas tendencias se aprecia con nitidez en el Cuadro 10 y en el Gráfico 7. Este último indica, sin embargo, que el debilitamiento del financiamiento por medio de derechos de propiedad se había completado en gran medida antes de que comenzara la tendencia al endeudamiento. Además, el comportamiento de este último en relación con la inversión, medidos ambos agregados en términos de flujos, no parece coincidir con el comportamiento de las razones de endeudamiento que se derivan del análisis de los balances de las empresas. En efecto, de acuerdo a las diversas series existentes (véase, por ejemplo, Restrepo, 1983 y Chica, 1984-85 y 1988), el coeficiente de endeudamiento aumentó en



forma marcada (de poco menos del 50% a más del 60%) entre 1972 y 1975, que no fue un período de endeudamiento acelerado en términos de flujos según el Gráfico 7. Por otra parte se mantuvo constante hasta 1978, durante un período que, de acuerdo al Gráfico anotado, fue de endeudamiento acelerado y aumentó nuevamente (hasta poco más del 70%) entre 1978 y 1980. De esta manera, sólo en este último período la información sobre flujos financieros coincide con las tendencias de las razones de endeudamiento calculadas con base en los balances, e indican que estas últimas están afectadas mucho más por la subvaluación de los activos fijos en condiciones inflacionarias que por la verdadera evolución del endeudamiento de las empresas. (Gráfico 7)

La segunda tendencia se aprecia con claridad en el Cuadro 10, especial-



mente al comparar la información sobre fuentes y usos de fondos del conjunto de las empresas en 1970-1974 con aquella para el período 1975-1979. Entre estos dos períodos, el balance entre las fuentes y usos financieros de los recursos obtenidos, que en el Cuadro se denomina “disponible para inversión”, se redujo del 45.5% al 36.5%. Los recursos financieros —que se elevaron entre uno y otro período como proporción de la inversión— se destinaron crecientemente a un conjunto de operaciones, tanto de adquisición de activos líquidos, rentables o no (medios de pago), como de derechos de propiedad y créditos no comerciales (quizás a empresas vinculadas). Este tipo de usos fue, además, peculiar de las empresas privadas, ya que en las empresas públicas la razón de recursos financieros a la inversión es mucho más baja, y los primeros se destinan en una proporción muy alta (60% a más) a financiar efectivamente la inversión. En el pico del proceso de profundización financiera, las empresas privadas obtuvieron recursos financieros equivalentes al 167.5% de la inversión real, pero destinaron sólo un 27.6% de ellos a financiar a esta última; por lo tanto, los usos financieros de estos recursos llegaron a representar el 121.3% de la inversión.

Este proceso comenzó a revertirse sólo en forma parcial en 1980-1982. Los recursos disponibles para inversión aumentaron a costa de los créditos de distinta índole, pero especialmente aquellos de origen comercial. No obstante, como los recursos financieros totales aumentaron durante estos años, los usos financieros siguieron siendo cuantiosos. Así, en el caso de las empresas privadas con recursos financieros equivalentes al 184.6% de la inversión, los usos financieros (63.2% del total) equivalían todavía al 116.7% de la inversión, es decir, una proporción prácticamente idéntica

a la de 1975-1979. De esta manera, sólo fue durante la crisis financiera posterior que esta tendencia a la profundización en el lado activo del balance cambió claramente de signo.

Una estructura financiera caracterizada por un acceso menor a recursos de capital, una dependencia creciente de créditos de corto plazo y un uso intensivo de los recursos financieros para objetivos diferentes a la inversión era, por supuesto, frágil e hizo crisis a comienzos de la década del ochenta. Su relación con los desarrollos financieros de mediados de la década del setenta y comienzos de los ochenta es, además, clara. No es evidente, sin embargo, cuál es su relación con el proceso de inversión. Según he indicado en una sección anterior, sospecho que la línea causal va posiblemente del debilitamiento de la inversión hacia una estructura financiera "especulativa" y no a la inversa. En efecto, esta estructura parece haber sido el resultado conjunto de la explosión de desarrollos en el sector financiero con un debilitamiento previo e independiente de las oportunidades de inversión de las empresas privadas. Es posible que la crisis de este modelo financiero haya agudizado la crisis de la inversión privada a comienzos de la década del ochenta, pero nuevamente sobre este fenómeno influyeron otras circunstancias de distinto carácter que no permiten darle excesivo énfasis a los aspectos puramente financieros.

Si estas hipótesis son ciertas, las implicaciones sobre los desarrollos del sistema financiero son sumamente interesantes. En síntesis, ellas indican que el verdadero saneamiento de la estructura financiera de las empresas privadas no dependerá solamente de las políticas orientadas específicamente a éste propósito, sino también de que estas empresas encuentren atractivo utilizar sus recursos para la inversión productiva.

III. CONCLUSIONES

Sería demasiado dispendioso pretender en esta última sección retomar los temas bastante diversos que han sido analizados a lo largo de este trabajo. Por lo tanto, esta breve recapitulación final sólo busca sugerir algunas líneas de política económica que se desprenden de este trabajo.

Tal vez la conclusión negativa más importante que se deriva de la Parte I del análisis es la ineficiencia de las tasas de interés como instrumento para incentivar el ahorro. La pretensión en tal sentido de la reforma financiera de 1974 y de la liberación de las tasas de interés de 1980 quedan, así, en entredicho. No quiere decir ello que otros aspectos de estas reformas no hayan sido deseables e incluso necesarios, sino simplemente que no sirvieron para incentivar el ahorro. La implicación positiva más importante es, por el contrario, la necesidad de fortalecer los esfuerzos de ahorro

del Gobierno y de las empresas. En el primer caso, es sumamente importante evitar hacia el futuro que el crédito externo se convierta en un sustituto del ahorro público interno y, por lo tanto, de los esfuerzos en el frente tributario. Esta afirmación también es válida, por supuesto, para los recursos que pueda generar la refinanciación de la deuda externa en los próximos años, si el país opta por esta vía. En el segundo caso, puede ser deseable diseñar mecanismos tributarios que incentiven la retención de utilidades de las empresas y eliminar las normas legales que obligan a una conducta contraria. Curiosamente, la reforma tributaria de 1986, cuya pretensión general era fomentar el ahorro y la inversión, eliminó el único incentivo existente a la retención de utilidades (la doble tributación), sin crearle uno compensatorio con este mismo propósito. Los fondos de depreciación son también un componente del ahorro bruto de las empresas. Por este motivo, las normas que se expidan próximamente sobre el particular también desempeñarán un papel en el fortalecimiento de este tipo de ahorro. Ante la incertidumbre que todavía rodea la recuperación del mercado accionario, por factores que difícilmente se corregirán con nuevas medidas tributarias, los incentivos al ahorro de las empresas son particularmente oportunos.

Espero, por supuesto, que nadie interprete los resultados de la Parte I del trabajo en el sentido de que es conveniente concentrar el ingreso o acelerar la inflación para aumentar el ahorro. Prefiero, por ello, leer los resultados, como lo he hecho en el párrafo anterior, resaltando el papel positivo del ahorro de las empresas, y por lo tanto, de las utilidades, cuando éstas son fuente de ahorro y de acumulación de capital. Esta interpretación me parece acertada en razón de la importancia que la Parte II del trabajo, algunos estudios y los propios empresarios otorgan a los fondos propios de las empresas como fuente de acumulación de capital. No obstante, la relación estrecha entre distribución del ingreso y ahorro indica que una política redistributiva debe estar acompañada de medidas de ahorro forzoso, ya sea de carácter tributario o de otra índole. Curiosamente, no creo que las actuales circunstancias ameriten medidas de este tipo ya que, pese a las intenciones del Gobierno, el ingreso parece estar redistribuyendo en favor de las rentas de capital, elevando así el coeficiente de ahorro de la economía.

De acuerdo con los resultados econométricos y las opiniones empresariales resumidas en la Parte II del trabajo, el incentivo más importante a la inversión es un crecimiento dinámico de la demanda interna. Pero esta no es la única conexión entre crecimiento económico e inversión. La estabilidad del crecimiento también es importante, de acuerdo con el crite-

rio de los empresarios, al igual que la promoción del cambio estructural a través de la identificación de sectores de punta, de acuerdo con la interpretación "estructuralista" de algunos de los desarrollos de la inversión privada. Fuera de ello, el fortalecimiento del ahorro de las empresas también puede desempeñar un papel destacado, según lo he anotado en los párrafos anteriores. El saneamiento de las estructuras financieras de las empresas puede ser igualmente importante. El impacto favorable de la reforma tributaria de 1986 y de aquella próxima a expedirse será muy posiblemente aquel que tenga sobre la estructura financiera o sobre el ahorro de las empresas, más que sobre el ahorro o la inversión en términos más generales; de hecho, en este último terreno, sus logros han sido hasta ahora modestos, aún de acuerdo con el criterio de los propios empresarios.

Las otras implicaciones de política que se derivan de los ejercicios de inversión o de las encuestas de opinión son algo más complejas, ya que involucran dilemas severos para las autoridades económicas. La disponibilidad de crédito —especialmente de largo plazo, de acuerdo con los resultados de algunos autores—, más que su costo, juega un papel importante en la dinámica de la inversión. Las implicaciones de este resultado, especialmente en términos de desarrollos institucionales dirigidos a fortalecer el financiamiento de largo plazo son evidentes. Sin embargo, en el corto plazo, el objetivo de aumentar el crédito para el sector privado a veces entra en conflicto con el de mantener la dinámica del gasto público. En este caso creo que los resultados de este trabajo indican que el dilema que enfrentan las autoridades económicas se resuelve en favor de esta última alternativa, incluso desde el punto de vista de su impacto sobre la inversión.

Dilemas similares se derivan de las conclusiones relacionadas con el impacto de los precios relativos y del sector externo sobre la inversión. La posibilidad de incrementar la inversión reduciendo el precio relativo de los bienes de capital a través de una revaluación creo que es una alternativa que nadie sostendrá con seriedad en las actuales circunstancias. Pero en menor medida esto también es cierto de la liberación de importaciones de maquinaria o de la reducción de los impuestos a las compras externas de equipo y de materias primas. En el primer caso, el costo sería el debilitamiento de la situación de la balanza de pagos y la desprotección de importantes sectores de la industria, entre ellos algunos con grandes potencialidades hacia el futuro. En el segundo no sólo acontecería esto último sino que se debilitarían los recaudos tributarios. Más aún, dada la inelasticidad global de la demanda de importaciones a los precios relativos, es fácil demostrar que en este último caso parte de los menores impuestos se destinarían a usos diferentes a la inversión. La posibilidad

real de lograr resultados favorables sobre la inversión a través de los mecanismos anotados requeriría, así, un uso mucho más refinado de los controles a las importaciones de bienes de capital, combinado con una sustitución de los menores impuestos a la maquinaria y materias primas que no pueden ser objeto de sustitución de importaciones por impuestos sobre el consumo interno de otros bienes. En realidad, la única posibilidad real de evitar estos últimos dilemas sería gracias a un fortalecimiento autónomo de la estructura exportadora. Valdría la pena terminar concluyendo que un desarrollo de este tipo no sólo tendría efectos indirectos favorables sobre la inversión sino posiblemente sobre el ahorro, a través de las complejas relaciones que existen entre las ventas externas y otros agregados macroeconómicos.

NOTAS:

1. Ocampo, Londoño y Villar, 1986; FEDESARROLLO, 1988; Ocampo y Crane, 1988; y Ocampo, 1988.
2. Véase, al respecto, la reseña también parcial de Mikesell y Zinser, 1973, que resume los principales aportes teóricos y empíricos sobre determinantes del ahorro en los países en desarrollo. La literatura sobre este tema fue muy abundante en los años sesenta pero perdió ímpetu en las décadas siguientes.
3. Como se sabe ampliamente, el ahorro externo es, en términos macro-económicos, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. Este ahorro sólo es igual al financiamiento externo —saldo en la cuenta de capitales de la misma balanza—, cuando el nivel de reservas internacionales permanece constante. Cuando éstas últimas son muy variables, uno y otro pueden moverse con relativa independencia. Véanse unas consideraciones sobre este tema referidas al caso colombiano en Ocampo, 1988.
4. Los resultados econométricos de este estudio se reproducen en Perry y Cárdenas Cap. VI, 1986.
5. Debido a la estrecha asociación que existe entre la inflación, el excedente urbano y el ciclo económico en el período que cubre la estimación, fue necesario aislar el efecto de la primera de estas variables incluyendo como variable explicativa en las funciones de ahorro, no la tasa de inflación, sino el residuo de una agregación de dicha tasa contra el excedente urbano y la desviación del PIB con respecto a su tendencia.
6. La única asociación que encuentra este autor es la existencia de un pico en los errores de las regresiones a mediados de la década del sesenta, que coincide con otro en la participación de la inversión industrial en sectores básicos.
7. Como se sabe muy bien, en términos macroeconómicos la demanda agregada se descompone en consumo (público y privado), inversión, y el saldo en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Por lo tanto, la inversión doméstica no es sólo un sustituto del consumo sino también del saldo en la cuenta corriente, que equivale a la inversión neta en el resto del mundo.
8. La diferencia esencial entre las especificaciones de Ocampo, 1988 y las de Ocampo y Crane, 1988, es la inclusión de la relación capital-producto en las ecuaciones relativas a la inversión pública en este último estudio. Ambos incluyeron como variables explicativas, fuera de la tributación y el crédito externo, el precio relativo de los bienes de capital. Esta última variable no tiene, sin embargo, el efecto esperado sobre la inversión real y por ello se excluye de los resultados de los Cuadros 4 y 5.

REFERENCIAS

- Acosta, Olga Lucía, "Estructura Financiera de las Sociedades: Ejercicio de aplicación de las cuentas financieras", *Ensayos sobre Política Económica*, No. 10, diciembre 1986.
- Bilsborrow, Richard. E., *The Determinants of Fixed Investment by Manufacturing Corporations in Colombia*, tesis doctoral, Universidad de Michigan, 1968.
- Bourguignon, Francois y José Leibovich. "Offre et demande dans le processus de development: un modele de desequilibre appliqué a la Colombia", *Annales de Línsee*, No. 55 / 56, 1984.
- Carrizosa, Mauricio, et al, *Análisis económico del sistema de valor constante*, Documento CEDE No. 71, 1982.
- , "Assesment of tax incentive policies for investment in manufacturing. The case of Colombia", Informe presentado al Banco Mundial, junio, 1985.
- , *Hacia la Recuperación del Mercado de Capitales en Colombia*, Bogotá: Bolsa de Bogotá, 1986.
- Cuddington, John T., "Bonanzas de productos básicos", estabilización macroeconómica y reforma comercial en Colombia", *Ensayos sobre política económica*, No. 10, diciembre, 1986.
- Chica, Ricardo, "Desarrollo industrial colombiano, 1958-1980", *Desarrollo y Sociedad*, No. 15-16, septiembre-marzo, 1983.
- , "Un diagnóstico de la crisis de la acumulación de la industria colombiana", *Desarrollo y Sociedad*, No. 22, septiembre, 1988.
- Díaz-Alejandro, Carlos F., *Foreign Trade Regimes and Economic Development: Colombia*, Nueva York: National Bureau of Economic Research, 1976.
- FEDESARROLLO, "Un análisis del proyecto de reforma tributaria", *Debates de Coyuntura Económica*, No. 4, diciembre, 1986.
- , "La inversión privada en la coyuntura actual", *Coyuntura Económica*, marzo, 1988.
- Gersovitz, Mark, "The estimation of the two gap models" *Journal of International Economics*, vol. 12, Nos. 1 / 2, febrero, 1982.
- Giraldo, Gonzalo y Prada, María Teresa, "Evolución de la inversión en la industria manufacturera, 1958-1975", *Revista de Planeación y Desarrollo*, septiembre - diciembre, 1978.
- Gómez, Hernando José y Francisco E, Thoumi, "Una nota sobre la relación entre el financiamiento externo y la inversión pública en Colombia", *Coyuntura Económica*, octubre, 1986.
- Greffin, Keith, "Foreign capital, domestic savings and economic development", *Bulletin of the Oxford Institute of Economics and Statistics*, mayo, 1970.
- , y J. L. Enos, "Foreign assistance: objectives and consequences", *Economic Development and Cultural Change*, abril, 1970.
- Junguito, Roberto y Castro, Yesid, *La financiación de la industria manufacturera*, Informe de Investigación, FEDESARROLLO, 1978.
- , "Financiación de la industria manufacturera en los años ochenta: aspectos crediticios y tributarios", en Carlos Caballero (ed.), *El sector financiero en los años ochenta*, Bogotá: Asociación Bancaria, 1979.
- Londoño, Juan Luis, "Ahorro y gasto en una economía heterogénea: el rol macroeconómico del mercado de alimentos", *Coyuntura Económica*, diciembre, 1985.
- , y Perry, Guillermo, "Relaciones de Colombia con el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional", *Coyuntura Económica*, octubre, 1985.
- Martínez, María Mercedes de, et al, *El sistema de ahorro y vivienda*, Bogotá: Banco Central Hipotecario, 1982.

- McLure, Charles E. Jr., *et al*, *The Taxation of Income from Business and Capital in Colombia*, Bogotá: Ministerio de Hacienda, 1982.
- Melo, Alberto, "Fragilidad financiera y fuga doméstica de capitales en el sector productivo colombiano", Informe de Investigación, FEDESARROLLO, 1988.
- Mikesell, Raymond, R. y James E. Zinser, "The nature of the savings function in developing countries: a survey of the theoretical and empirical literature", *Journal of Economic Literature*, marzo, 1973.
- Ocampo, José Antonio y Reveiz, Edgar, "Bonanza Cafetera y Economía Concertada", en Edgar Reveiz (ed.), *La Cuestión Cafetera*, Bogotá: CEDE, Universidad de los Andes, 1980.
- , y Perry, Guillermo, "La reforma fiscal, 1982 - 1983", *Coyuntura Económica*, marzo, 1983.
- , Londoño, Juan Luis, y Villar, Leonardo, "Ahorro e inversión en Colombia", *Coyuntura Económica*, junio, 1985.
- , "Una nota sobre la relación entre financiamiento externo, ahorro e inversión", *Ensayos sobre Política Económica*, No. 13, junio, 1988.
- , y Crane, Catalina, "Ahorro, inversión y crecimiento económico en Colombia", Informe de Investigación presentado al BID, FEDESARROLLO, noviembre, 1988.
- Orozco, Guillermo, A., "La reforma tributaria, las empresas y su estructura financiera", *Coyuntura Económica*, septiembre, 1988.
- Ospina S., Jorge, "Determinantes de la inversión industrial en Colombia", *Coyuntura Económica*, diciembre, 1976.
- Perry, Guillermo y Martínez, Manuel, "Ahorro público y capitalización social", en *El mercado de capitales en Colombia*, Bogotá: Banco de la República, 1976.
- , Junguito, Roberto y Junguito, Nohora de, "Política económica y endeudamiento externo en Colombia, 1979-1980", *Desarrollo y Sociedad*, No. 6, junio, 1981.
- , y Cárdenas, Mauricio, *Diez años de reformas tributarias en Colombia*, Bogotá: C.I.D. -FEDESARROLLO, 1986.
- Pieschacón, Juan Camilo, "La economía y el mercado bursátil" en *El mercado de capitales en Colombia*, Bogotá: Banco de la República, 1983.
- Restrepo, Juan Camilo, "La economía colombiana y el desarrollo de la sociedad anónima en los últimos treinta años", *Boletín Mensual*, Comisión Nacional de Valores, mayo, 1983.
- , "Gasto público, estímulos a la empresa privada y capitalización empresarial", *Informe de Labores*, Comisión Nacional de Valores, Anexo 5, 1984-85.
- Reyes, Alvaro, *et al*, "Un modelo de corto plazo para la economía colombiana", *Revista de Planeación y Desarrollo*, mayo-agosto, 1978.
- , "Políticas económicas, niveles de actividad y empleo: un modelo estructural para Colombia", *Coyuntura Económica*, abril, 1985.
- Rodado, Carlos y Villodres, Antonio "Un modelo macroeconómico para Colombia", *Revista de Planeación y Desarrollo*, julio, 1969.
- Rubio, Mauricio, "Estimación de una función de inversión para la industria colombiana", *Mimeo*, CCRP, Area Socioeconómica, agosto, 1983.
- Sarmiento, Eduardo, *Crecimiento y control de una economía en desequilibrio*, Bogotá, CEREC - Contraloría General de la República, 1984.

COMENTARIO Y DISCUSIÓN

Javier Fernández Riva

Me siento muy complacido de tener la oportunidad de comentar la enjundiosa ponencia de José Antonio Ocampo, que siempre presenta análisis interesantes e influyentes, y que con sobrados merecimientos ocupa un lugar destacado en el pensamiento económico colombiano. En materia de ahorro e inversión reales podría decirse que los estudios efectuados por FEDESARROLLO y José Antonio Ocampo durante los últimos cuatro o cinco años representan el "estado de la cuestión" en Colombia. Yo mismo he utilizado ocasionalmente algunas de sus principales conclusiones, y de no haber mediado la invitación de la Asociación Bancaria para efectuar un examen más detenido de las mismas con ocasión de este simposio, probablemente hubiera continuado aceptándolas con mayor tranquilidad que lo que haré en el futuro.

EL AHORRO DOMÉSTICO SEGÚN JOSE A. OCAMPO

La caracterización del ahorro doméstico real efectuada por el ponente podría resumirse diciendo que el ahorro depende esencialmente de la distribución del ingreso, de los impuestos y, en alguna medida, del crédito externo neto. La correlación entre el ahorro y el excedente urbano, esto es, entre el ahorro y los ingresos no laborales, sería positiva, al igual que la correlación entre el ahorro y la tributación total¹. Por otra parte, el crédito externo ejercería un efecto de sustitución sobre el ahorro doméstico. La tasa de interés real no tiene efectos perceptibles sobre el ahorro, mientras la tasa de inflación ejercería una influencia favorable sobre el ahorro privado, pero no significativa sobre la totalidad del ahorro doméstico. Los efectos de "ingreso transitorio" sobre el ahorro, según la metodología usada por J.A. Ocampo para captar esos efectos, tampoco fueron significativos estadísticamente.

La anterior caracterización del ahorro tiene importantes implicaciones para la política económica. La necesidad de elevar el ahorro interno ha sido ampliamente reconocida en el país, puesto que se aprecian con nitidez cada vez mayor las dificultades para seguir obteniendo en el futuro flujos apreciables de crédito externo neto. Pero si se descarta la vía de un deterioro en la distribución del ingreso para elevar el ahorro, en esta formu-

lación quedaría disponible solamente la de elevar los impuestos, para generar ahorro público. El ponente no vacila en recomendar este curso de acción aunque, por razones que no se derivan claramente del análisis efectuado, también recomienda desentenderse prácticamente del ahorro de los hogares (que representa más de un tercio del ahorro interno), y complementar el ahorro público con el ahorro de las empresas, estimulando la retención de utilidades.

Los análisis que he efectuado me obligan a plantear dos discrepancias de fondo con respecto a esa caracterización del ahorro real. La primera tiene que ver con la relación existente entre el ahorro y la distribución del ingreso, así como con el descarte, en mi opinión injustificado, de la hipótesis de "ingreso permanente" como explicación parcial del comportamiento del ahorro. Aunque la correlación mencionada por J.A. Ocampo entre el ahorro y la participación de los ingresos no laborales en el ingreso total está fuera de duda, presentaré evidencia que sugiere que esa relación estadística refleja, más que efectos distributivos, efectos del tipo de "ingreso transitorio", cuya existencia tiene importantes implicaciones para la política económica. La otra discrepancia de fondo tiene que ver con el papel de los impuestos dentro de una estrategia para el aumento del ahorro doméstico. En esencia mostraré que un aumento de la tasa de tributación directa ejerce un poderoso efecto desestimulante sobre el ahorro privado, que puede llegar a compensar con creces sus efectos positivos sobre el ahorro público, de manera que no sería adecuado basar una estrategia de aumento del ahorro en la elevación de la tasa de tributación directa. En un país tan inclinado a revisar continuamente su estructura tributaria considero indispensable no dejar pasar indiscutida la proposición que el aumento de la tributación es una manera muy eficaz, por no decir que la única, de elevar el ahorro interno.

Antes de proceder a una discusión de los puntos señalados vale la pena comentar brevemente algunos otros en los que estoy esencialmente de acuerdo con J.A. Ocampo, con respecto al comportamiento del ahorro real. El primero de ellos es la ausencia de una relación observable mediante métodos de regresión simple entre la tasa de interés real y el ahorro. Aunque no puede descartarse una relación indirecta entre esas variables, los resultados estadísticos hasta el momento son suficientemente firmes para decir que la carga de la prueba de una relación positiva e importante entre el ahorro y la tasa de interés real sigue estando a cargo de quienes han usado la hipótesis de esa relación en apoyo de ciertas políticas. Personalmente me inclino a pensar que la tasa de interés influye principalmente en la forma como se mantiene la riqueza, y en particular si esta permanece o no en el país, más que el ritmo de ahorro y acumulación de los diferentes

agentes económicos². La capacidad del país de retener su ahorro no es asunto de poca monta, pero no debe confundirse con una dependencia directa entre el flujo de ahorro y la tasa de interés.

El segundo punto de acuerdo tiene que ver con el efecto del crédito externo sobre el ahorro doméstico. La relación de sustitución encontrada por José Antonio Ocampo entre esas dos variables resulta eminentemente plausible para quienes tuvimos ocasión de apreciar directamente las enormes dificultades para mantener en cintura el gasto público en la época de fácil acceso al crédito externo vivida durante la segunda mitad de los setenta. Una relación de ese tipo ha sido documentada por varios otros estudios para la América Latina³. Aunque en Colombia el efecto de sustitución resulta algo menos nítido cuando se usa una especificación estadística de la función de ahorro diferente a la propuesta por José A. Ocampo (como yo lo haré, en un intento de captar algunos efectos de ingreso transitorio), me parece que está justificado el escepticismo sobre la conveniencia de usar intensivamente al endeudamiento externo para financiar la inversión, ya que por esa vía probablemente se elevaría la carga futura de intereses externos, disminuyendo así el ingreso nacional, sin una ganancia clara en términos de ahorro e inversión total.

No está de más señalar que ese efecto de sustitución entre el crédito externo y el ahorro doméstico ha jugado un papel crítico en los resultados económicos obtenidos en algunos países que han reprogramado su deuda externa, incluyendo parte de los intereses, o que han entrado en moratoria. El caso más dramático es el del Perú, donde el alivio logrado por la virtual moratoria decretada en 1985 fue utilizado, más que para elevar la inversión, para aumentar el gasto público corriente, para reducir las tarifas reales de los servicios públicos, para elevar los salarios, para efectuar importaciones de alimentos y para tomar varias otras medidas que permitieron elevar transitoriamente el consumo, pero debilitaron estructuralmente la economía y llevaron en 1988 a una crisis mucho más profunda que la existente al momento de la declaración de la moratoria.

El último punto de acuerdo tiene que ver con la falta de una relación entre la tasa de inflación y el ahorro interno total. Aunque José A. Ocampo no descarta la existencia de una relación positiva entre la inflación y el ahorro privado para el período 1950-1980 (con un nivel relativamente bajo de significancia estadística cuando se usa un "test de dos colas"), en las pruebas efectuadas por mí para el período 1970-1986 no encontré ninguna relación estadísticamente significativa entre esas variables.

¿DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO O EFECTOS TRANSITORIOS?

La interpretación que da José A. Ocampo a la relación estadística encontrada entre el ahorro doméstico y los ingresos no laborales es que el ahorro está determinado en buena medida por la distribución del ingreso. Sin embargo, en sentido estricto un cambio en la participación del excedente en el ingreso nacional refleja solamente una variación en la distribución funcional del ingreso, y no necesariamente está asociado con una modificación similar en la distribución del ingreso por estratos. Por ejemplo, una bonanza cafetera, cuyos beneficios fueran captados principalmente por los agricultores, podría dar lugar a un aumento de la participación relativa del "excedente" en el ingreso nacional, en forma compatible con un mejoramiento en la distribución global del ingreso. Por esa razón, y teniendo en cuenta la reciente disponibilidad de estadísticas complementarias, vale la pena intentar una evaluación más directa de la relación existente entre ahorro y distribución del ingreso por niveles.

Para comenzar, con base en las cifras de la encuesta de presupuestos familiares efectuada por el DANE en 1985 he construído el Cuadro 1, que contiene la distribución del ingreso, el ahorro y (para futuras referencias) los impuestos de hogares urbanos, así como estimaciones de las propensiones marginales a consumir, ahorrar y tributar. He ajustado los datos de consumo del DANE para incluir en ellos las transferencias a otros hogares, cuyas características (pagos entre esposos separados, remesas a hijos que estudian en otras ciudades, etc) las hacen más asimilables al consumo que al ahorro. El rubro de ahorro del Cuadro 1 corresponde al denominado "inversión" en la encuesta, e incluye no solamente las inversiones de tipo financiero, sino pagos de UPAC y otros créditos y gastos directos en construcción, ampliación o remodelación de vivienda. Los impuestos son, casi exclusivamente, impuestos directos, aunque la encuesta incluye en ese rubro algunos otros impuestos pagados por los hogares, como los de circulación y tránsito. (*Cuadro 1*)

Un examen del Cuadro 1 muestra, en primer lugar, que la propensión marginal a ahorrar tiende a elevarse con el nivel del ingreso, y que el ahorro está aún más concentrado que el ingreso. Por ejemplo, los hogares urbanos más ricos (8.4% del total) recibían en 1985 un 32.5% de los ingresos, pero realizaban un 58% del ahorro y, por cierto, pagaban el 73.4% de los impuestos directos. La propensión marginal a ahorrar el ingreso, antes de impuestos, era en el grupo más rico de 0.152, casi el doble de la del grupo inmediatamente siguiente. En ese sentido, es innegable que una redistribución del ingreso, y en particular una que cambiara en forma apreciable la participación relativa del grupo más rico, podría

CUADRO 1
ENCUESTA DE PRESUPUESTOS FAMILIARES URBANOS, 1985

HOGARES	PORCENTAJES ACUMULADOS			PROPENSIONES MARGINALES A:		
	INGRESO	AHORRO	IMPUESTOS	CONSUMIR	AHORRAR	TRIBUTAR
2.4	0.4	0.0	0.0			
15.0	3.6	0.6	0.3	0.983	0.016	0.001
31.2	9.9	2.0	1.0	0.980	0.018	0.002
45.3	17.2	4.2	2.2	0.971	0.026	0.002
56.0	24.4	7.2	3.8	0.961	0.035	0.003
64.5	31.2	10.5	5.7	0.954	0.042	0.004
71.0	37.5	15.5	8.0	0.928	0.067	0.005
76.2	43.2	19.2	10.4	0.938	0.056	0.006
80.0	48.0	23.1	12.7	0.924	0.069	0.007
91.6	67.5	42.0	26.6	0.907	0.083	0.010
100.0	100.0	100.0	100.0	0.815	0.152	0.033

Fuente: Cálculos del autor basados en la encuesta de presupuestos familiares del DANE, consignados en DANE, *Colombia Estadística 1988*.

tener efectos importantes sobre la tasa media de ahorro de los hogares.

Por otra parte, es conveniente observar que en los grupos de ingreso medio y medio alto (los cuatro estratos inmediatamente por debajo del más rico) la propensión marginal a ahorrar dista de ser despreciable: esos cuatro estratos, con un 27.1% de los hogares y un 36.3% del ingreso total, aportaron en 1985 un 31.5% del ahorro de los hogares urbanos. Además la propensión marginal es relativamente estable para los estratos 7 a 9, que corresponden a un rango de ingresos de los hogares entre 7 y 15 salarios mínimos, esto es, entre \$179.460 y \$384.560 mensuales, a precios de 1988. Es claro que incluso a niveles relativamente modestos de ingreso familiar existe en los hogares una significativa capacidad de ahorro que no se justificaría desperdiciando concentrando los estímulos al ahorro exclusivamente en el Gobierno o en las empresas, como se propone en el trabajo comentado.

Ahora bien, aunque los datos anteriores muestran que los cambios en la distribución del ingreso por estratos sí podrían alterar la tasa media de ahorro de los hogares, de ello no se deriva en manera alguna que los cambios en la participación del "excedente" hayan estado directamente asociados con cambios en la distribución del ingreso por estratos, y mucho menos que estos últimos cambios expliquen las variaciones observadas en la tasa de ahorro. Para mostrar esto he construido el Cuadro 2, donde se presenta una serie, casi completa para el período 1970-1982, de indicadores más o menos comparables de la distribución del ingreso entre los perceptores urbanos de ingreso, así como la serie de tasa de ahorro doméstico derivada de las cuentas nacionales. (Cuadro 2)

La ausencia de una relación significativa entre la tasa de ahorro interno y los indicadores de la distribución del ingreso como los índices de GINI y la participación del decil más rico ha sido confirmada por mí estadísticamente, pero puede apreciarse por simple inspección del Cuadro 2. Basta observar que en el período 1970-1982 la tasa de ahorro interno alcanzó un pico de 21.6% en 1977, precisamente el año donde el coeficiente de GINI estuvo en su mínimo, sugiriendo la distribución del ingreso menos desigual del período. En ese mismo año se observa una de las menores participaciones relativas del ingreso del estrato más rico. Por otra parte, en el año 1975, donde el coeficiente de GINI alcanzó su máximo, la tasa de ahorro fue relativamente baja. Un estudio recientemente publicado de Alvaro Reyes sobre la distribución del ingreso en Colombia, contiene algunas estimaciones de índices de distribución del ingreso para 1983 y 1985, pero ellas no son comparables con las del Cuadro 2 por referirse exclusivamente a ingresos laborales. De todas maneras, ese estudio confirma que entre 1975 y 1980 mejoró apreciablemente la distri-

CUADRO 2
DISTRIBUCION DEL INGRESO Y TASA DE AHORRO INTERNO
DISTRIBUCION DEL INGRESO

AÑOS	CUBRIMIENTO	INDICE DE GINI	% DEL DECIL 10	% AHORRO / PIB
1970	PEAR	0.52	44.0	16.6
1971*	POR	0.54	45.4	13.3
1972	RI	0.58	48.7	16.2
1973	POR	0.57	47.8	18.3
1974	POR-BOGOTA	0.56	46.5	18.9
1975	POR	0.59	48.9	17.1
1976	POR	0.53	43.4	19.0
1977	POR	0.51	42.6	21.6
1978*	POR	0.51	44.0	20.4
1979	POR	0.52	44.8	19.8
1980*	POR	0.55	49.5	19.6
1982	POR	0.52	41.6	15.0
1983				14.7
1984				15.5
1985				17.1
1986				22.0

* Promedio de los datos disponibles.

PEAR = Población económicamente activa remunerada.

RI = Receptores individuales activos e inactivos.

POR = Población ocupada remunerada.

Fuente: CEPAL. Estudios sobre la distribución del ingreso en Colombia, y DANE, Cuentas Nacionales.

bución del ingreso, por lo que el comportamiento del ahorro, que aumentó bastante entre 1975 y 1977, y descendió entre 1977 y 1980, no podría explicarse por cambios de tipo distributivo. Tampoco parecería razonable asociar la caída adicional del ahorro entre 1980 y 1984 con un improbable mejoramiento en la distribución del ingreso durante ese período.

Lo anterior no implica que no exista una relación macroeconómica entre ahorro y distribución del ingreso, la cual resultaría por demás plausible al tener en cuenta las propensiones marginales al ahorro derivadas de las encuestas de presupuestos familiares. Simplemente, es posible que históricamente otros factores, con mayor influencia aún sobre el ahorro, hayan compensado sobradamente los efectos de los cambios ocurridos en la distribución del ingreso.

Las mismas regresiones de J.A. Ocampo, donde se identifica una influencia importante de la distribución funcional del ingreso sobre el ahorro, sugieren un planteamiento alternativo posiblemente fructífero. Como es sabido, una implicación de la "hipótesis de ingreso permanente" desarrollada por M.Friedman para explicar el comportamiento del consumo

agregado⁴ es que las propensiones de corto plazo al consumo y al ahorro pueden diferir apreciablemente según las características del ingreso, y no sólo de su nivel. En particular, es plausible suponer que entre más estable sea el ingreso real observado, y más similar al “ingreso permanente”, mayor será la propensión a consumirlo, mientras que los cambios en el ingreso considerados por los mismos agentes como transitorios tendrán efectos relativamente menores sobre el consumo, y por ende mayores sobre el ahorro. Puesto que el “excedente” es un ingreso menos estable que el ingreso laboral, resulta tentador interpretar la relación encontrada por J.A. Ocampo como sugestiva de la presencia de efectos de “ingreso transitorio” sobre el ahorro, que quizás podrían captarse de manera más directa.

En el trabajo comentado se rechazó la hipótesis de ingreso transitorio con base en una baja significancia estadística del coeficiente de la regresión del ahorro sobre las desviaciones del PIB con respecto a su tendencia, en el período 1950-1980. Esta “prueba” resulta muy discutible, entre otras cosas por basarse en cifras de producto y no de ingreso nacional. Los cambios de este último han estado muy influidos históricamente por las fluctuaciones en los términos de intercambio, que generan importantes efectos transitorios en el ingreso. En el período 1950-1986 el cambio anual del PIB real fluctuó entre un mínimo de 0.9% (1982) y un máximo de 8.5% (1977), mientras el rango de variación para el ingreso nacional estuvo entre -1.2% (1958) y 10.6% (1954). La diferencia absoluta entre la tasa de crecimiento del PIB y del Ingreso Nacional fué superior a 3 puntos porcentuales en siete de esos años, debido a amplias fluctuaciones de los términos de intercambio. Es interesante observar que una regresión simple entre la tasa de ahorro doméstico (ahorro / PIB) y la tasa de crecimiento del ingreso nacional en el período 1971-1986 bastaría para explicar el 48% de la varianza de la tasa de ahorro, y resulta muy significativa estadísticamente⁵. Por otra parte, varios otros estudios sobre el ahorro sugieren que éste también depende de las exportaciones y otras fuentes de ingreso menos estables que las tradicionales⁶.

En Colombia la principal fuente de variación transitoria en el ingreso nacional es el sector externo. Por esa razón, vale la pena probar si el superávit en la cuenta corriente y los términos de intercambio (que en este contexto podrían ser mirados esencialmente como “proxis” de cambios transitorios en el ingreso nacional) podrían explicar el comportamiento del ahorro interno. Si se corre una regresión por mínimos cuadrados ordinarios entre la tasa de ahorro doméstico (TAD), la tasa de superávit en cuenta corriente, TSUPER, y los términos del intercambio, TERINT, se encuentra el siguiente resultado para el período 1970-1986⁷:

$$(1) \text{TAD} = 0.1611 + 0.6162 \text{TSUPER} + 0.0161 \text{TERINT}$$

$$(10.263) \quad (6.138) \quad (1.666)$$

$$R^2 \text{ corregido} = 0.8723$$

$$\text{DW} = 1.9863$$

$$\text{S.E.} = 0.0088$$

$$F = 55.6488$$

Los valores en paréntesis corresponden al estadígrafo "t"

El resultado estadístico de la ecuación (1) es bastante satisfactorio. La regresión está libre de problemas de autocorrelación, los coeficientes tienen los signos esperados y son muy significativos estadísticamente, especialmente en el caso del superávit en cuenta corriente. Es infortunado que en el estudio de J.A. Ocampo, no se consignen los resultados de las estimaciones efectuadas para 1970-1986, pero de todas maneras debe señalarse que la ecuación anterior explica más de un 87% de la varianza de la tasa de ahorro en ese período, mientras la ecuación que presentó el mejor ajuste en el estudio de J.A. Ocampo para el período 1950-1980, explicaría algo menos del 75%, con cuatro variables en el lado derecho de la ecuación, incluyendo la misma variable dependiente rezagada.

La ecuación (1) muestra que, por lo menos desde 1970, ha existido una fuerte correlación entre la tasa de ahorro doméstico y el superávit en la cuenta corriente. Con base en mi percepción directa de lo ocurrido en Colombia durante las bonanzas y destorcidas cafeteras, así como en las conclusiones de algunos estudios para otros países exportadores de productos básicos⁸, la interpretación que personalmente me inclino a darle a esa correlación es la de una fuerte dependencia del ahorro interno de los cambios transitorios en el ingreso nacional. Sin duda sería conveniente profundizar en esta área. Pero para los propósitos de este comentario por ahora basta subrayar que la evidencia estadística presentada no permite descartar posibles efectos importantes del ingreso transitorio sobre el ahorro doméstico.

Antes de proceder a una discusión de las implicaciones de política de la posible existencia de efectos de ingreso transitorio sobre el consumo y el ahorro vale la pena comentar brevemente algunos resultados de un trabajo reciente de John Cuddington, que entrarían en conflicto con la interpretación que he propuesto para la correlación observada entre ahorro y superávit de la balanza en cuenta corriente⁹. En dicho trabajo Cuddington separó los elementos transitorios y permanentes del ingreso (estrictamente, del PIB) utilizando un modelo Box-Jenkins con datos para el

período 1930-1985, y usó las series así construídas para estimar directamente una función de consumo. De esa manera estableció que en Colombia tanto los elementos transitorios del ingreso como los permanentes son importantes para explicar el consumo agregado, pero también llegó a la sorprendente conclusión que la propensión marginal a consumir el ingreso transitorio es mayor que la propensión a consumir el ingreso permanente. De ser correcto ese resultado se tendría que la alta correlación observada en Colombia entre el ahorro y el superávit en cuenta corriente, por sí misma una observación empírica indiscutible, debería interpretarse de alguna otra forma que como demostrativa de efectos de ingresos transitorios sobre el ahorro.

En realidad, la correlación entre los datos de ingreso transitorio estimado por Cuddington y el superávit en cuenta corriente entre 1970 y 1986 (ambos expresados como fracciones del PIB observado) es escasa. Para cualquiera familiarizado con la economía colombiana esa baja correlación entre el superávit de la balanza corriente y el ingreso transitorio resulta por demás extraña. Por lo menos tan extraña como será para la mayoría de los economistas la hipótesis de una propensión marginal a ahorrar el ingreso transitorio inferior a la propensión marginal a ahorrar el ingreso permanente. Sospecho que las estimaciones de Cuddington del ingreso transitorio, y sus peculiares resultados sobre la función consumo, son bastante sensibles a la igualación implícita que hace el autor entre el PIB y el ingreso, así como a otros supuestos de la estimación, por lo que estoy adelantando una revisión más detallada de ese estudio, en colaboración con Sergio Clavijo. Por otra parte, creo que, con base en los resultados de la ecuación (1), y la evidencia directa de las Cuentas Nacionales sobre la existencia de una relación significativa entre el superávit en cuenta corriente y el ingreso nacional, se justifica por ahora dar a la hipótesis tradicional del ingreso transitorio por lo menos el beneficio de la duda, y comentar algunas de las implicaciones que esa formulación tendría para la política económica.

En primer lugar, incluso si la comunidad está dispuesta a ahorrar buena parte de las "ganancias inesperadas" de una bonanza, el esfuerzo de ahorro podría frustrarse a menos que se disponga de canales financieros adecuados. Ese fenómeno fue observado para Kenia en el estudio de Bevan et al, ya citado: aparentemente en ese país la carencia de canales adecuados para el ahorro generó cambios pronunciados en los precios relativos de los bienes, que llevaron a la filtración de parte del ahorro que hubiera resultado de otra manera. Por otro lado, los autores del estudio señalan que en Kenia las restricciones a las importaciones durante la bonanza probablemente tuvieron el efecto indeseable de elevar los precios

de los bienes no comerciables, y redistribuir el ingreso en favor de los productores urbanos. Puesto que a mí siempre me ha preocupado más la acumulación y el crecimiento que la distribución del ingreso, especialmente tratándose de la distribución de una ganancia inesperada, me inclino a pensar que la estrategia colombiana de diseñar canales financieros específicos para el ahorro de la bonanza, incluyendo algunos forzosos o semiforzados, así como de mantener cierta moderación en las importaciones, tal como se hizo en 1975-1980 y, aún con mayor nitidez, en 1986, es perfectamente adecuada.

Otra implicación de la hipótesis tradicional del ingreso permanente (en contraste con la aparente aberración detectada por Cuddington), es que en una economía dinámica y con una fuerza de trabajo mayoritariamente joven, que espera elevar sustancialmente sus ingresos reales en el transcurso de su vida productiva, el "ingreso permanente" percibido por los consumidores tenderá a ser significativamente mayor que el ingreso observado en cada momento, y por consiguiente la propensión marginal a consumir el ingreso observado será comparativamente elevada. Si el sistema de crédito facilita el endeudamiento para consumo, seguramente el ahorro de los hogares será todavía más escaso que el que podría esperarse por los bajos niveles de ingreso. Aunque el estímulo al consumo puede jugar un papel en una política macroeconómica de corto plazo, es claro que en un país en desarrollo, que requiere elevar sus niveles de ahorro interno para mantener un ritmo adecuado de crecimiento, sería torpe pasar por alto los posibles efectos negativos del crédito de consumo sobre el ahorro.

En este contexto los esquemas de crédito de consumo del tipo "sin cuota inicial", así como posibles subsidios crediticios al consumo, o una libertad absoluta en la asignación de los recursos crediticios del sistema financiero hacia el consumo, me parecen muy discutibles. En cambio, me parece que mecanismos de ahorro forzoso como el de las cesantías (corrigiendo la distorsión de los anticipos), así como esquemas que faciliten a los individuos comprometerse con programas de largo plazo de ahorro e inversión, como los del sistema UPAC para la adquisición de vivienda, han hecho y deben seguir haciendo una contribución muy importante a la generación del ahorro interno. Una vez se reconoce la necesidad de elevar el ahorro interno para sostener el crecimiento, se aprecian con mayor claridad las ventajas de ciertas políticas tradicionales colombianas en favor de la frugalidad, que podrían parecer "obsoletas" o incluso anticuadas en otro contexto.

IMPUESTOS Y AHORRO

Pasando ahora al examen de los principales componentes del ahorro doméstico, mi análisis tiende a confirmar que en el período 1970-1986 se mantienen los resultados del estudio comentado en lo relativo al ahorro del sector público en el período 1950-1980: la tasa de ahorro del sector público depende esencialmente de la tributación y del crédito externo. De todas maneras la elasticidad de los impuestos con respecto al ingreso nacional, especialmente después de 1975, hace que buena parte del comportamiento del ahorro público aparezca explicado por el superávit de la balanza corriente, que como ya vimos también juega un importante papel en la explicación del ahorro doméstico total. Para el período 1970-1986 el mejor ajuste para la tasa de ahorro público (ahorro público / PIB, TAPUB), se obtuvo mediante una ecuación que usa como variables explicativas la tasa de impuesto (impuestos / PIB), TTAX, y la tasa de superávit en cuenta corriente / PIB, TSUPER:

$$(2) \text{TAPUB} = -0.0663 + 0.7034 \text{TTAX} + 0.3110 \text{TSUPER}$$

$$(-2.4157) \quad (3.5952) \quad (3.8419)$$

$$R^2 \text{ corregido} = 0.8850$$

$$\text{DW} = 1.9709$$

$$\text{S.E.} = 0.0068$$

$$F = 39.4922$$

Los valores en paréntesis corresponden al estadígrafo "t".

Todos los coeficientes de la ecuación (2) tienen los signos esperados y son altamente significativos estadísticamente. Los resultados anteriores no son directamente comparables con los de J.A. Ocampo debido a diferencias de los períodos considerados, pero no sobra recalcar que la ecuación (2) explica el 88.5% de la varianza de la tasa de ahorro público, en comparación con un 64.2% explicado por la ecuación seleccionada por J.A. Ocampo en el estudio comentado, donde se usaron tres variables explicativas, incluyendo la variable dependiente rezagada. De todas maneras, se confirma que las administraciones públicas tienen una significativa propensión a ahorrar los ingresos adicionales provenientes de mayores recaudos. Lo cual no implica, de ninguna manera, que el aumento de los impuestos sea un mecanismo eficiente para elevar el ahorro, puesto que deberán tenerse en cuenta los posibles efectos de ese movimiento sobre el ahorro privado.

Para el ahorro privado se corrió una regresión entre la tasa de ahorro (Ahorro privado / PIB), TAP, y dos variables que sugieren posibles efectos

de tipo de "ingreso transitorio": la tasa de variación del ingreso nacional real (DYR) y la tasa de excedente total (ingresos no salariales / PIB), TEXCED. Pero también se consideró importante incluir como variable independiente la tasa de tributación directa, TTAXDI. En este caso fue necesario utilizar una especificación auto regresiva para obtener resultados aceptables:

$$(3) \text{ TAP} = -0.0102 + 0.3090 \text{ DYR} - 1.4510 \text{ TTAXDI} \\ (-0.1490) \quad (2.7420) \quad (-4.0227) \\ + 0.2060 \text{ TEXCED} + 0.6570 \text{ TAP} (-1) \\ (1.6569) \quad (2.9779)$$

$$R^2 \text{ corregido} = 0.5540$$

$$\text{DW} = 1.6281$$

$$\text{S.E.} = 0.0092$$

$$F = 5.6583$$

Los valores en paréntesis corresponden al estadígrafo "t".

Los resultados de esta especificación para el período 1971-1986 fueron algo menos satisfactorios que los obtenidos por J.A. Ocampo con otra ecuación estimada en el período 1950-1980, pero no inferiores a los de esa última especificación cuando la ecuación se estima para el mismo período. Para nuestros propósitos es interesante destacar el claro efecto negativo de los impuestos directos sobre la tasa de ahorro privado: en el corto plazo un aumento de los impuestos que llevará a elevar la tasa de tributación en un punto porcentual haría reducir el ahorro privado en el equivalente de casi 1.5% del PIB, y en más de cuatro puntos en el largo plazo. Puesto que ese mismo aumento de la tributación directa apenas haría elevar el ahorro público en cerca de 0.7% del PIB, el efecto neto sobre el ahorro doméstico sería claramente negativo.

La respuesta del ahorro privado a la tasa de tributación directa, en la ecuación (3), parece excesiva, incluso si se interpreta la ecuación como una "forma reducida" donde el coeficiente de TTAXDI capta efectos negativos de los impuestos sobre la producción. Pero el resultado de un efecto neto negativo sobre el ahorro causado por mayores impuestos directos se mantiene incluso si se toma como coeficiente de TTAXDI, en esa ecuación, el límite inferior de un intervalo de confianza de dos errores estándar. Ello no resulta tan sorprendente cuando se tiene en cuenta que los impuestos directos recaen precisamente sobre los grupos con mayor propensión a ahorrar, y que la progresividad de esos impuestos hace que "muerdan" principalmente al ingreso transitorio que, como se ha suge-

rído en estas notas, probablemente tendería a ser ahorrado en una alta proporción. Con respecto a la incidencia de los impuestos directos y a sus posibles efectos magnificados sobre el ahorro es ilustrativo observar en el Cuadro 1, que la distribución de los impuestos directos, según los datos derivados de la encuesta de presupuestos familiares del DANE para 1985, está aún más concentrada en el último decil que la distribución del ahorro de los hogares, la que a su vez está más concentrada que el ingreso. En contraste con la alta significancia estadística de la variable “Tasa de impuestos directos” en la ecuación (3), no se encontró una relación significativa entre el ahorro privado y los impuestos indirectos. Ese resultado, por demás plausible, sugiere que el efecto neto sobre el ahorro doméstico de un aumento en los impuestos indirectos sería positivo, y que desde el punto de vista del desarrollo económico habría ventajas en una estructura tributaria menos dependiente de los impuestos directos. Probablemente una propuesta de este tipo enfrentaría resistencias ideológicas, pero la verdad es que ella no necesariamente entraría en conflicto con objetivos redistributivos: incluso con bajas tasas de tributación directa los impuestos directos serían pagados casi exclusivamente por el quintil más rico, y en todo caso el gasto público podría seguir cumpliendo un importante papel en materia distributiva. En el límite un impuesto a las ventas sobre todos los bienes, excluyendo solamente los de inversión, sería equivalente a un impuesto al consumo cuyas ventajas desde el punto de vista del ahorro y la acumulación han sido subrayadas en la literatura sobre la materia.

AHORRO FINANCIERO

Pasemos ahora al llamado “ahorro financiero”, que como subraya José A. Ocampo se refiere al mantenimiento de ciertos activos líquidos por parte del público y no tiene una relación directa y obvia con el flujo de ahorro de las cuentas nacionales. La escasa importancia que en el trabajo comentado se otorga a esas formas de mantener riqueza se refleja en una caracterización de su comportamiento que algunos podrían considerar superficial y apresurada. Así, para comenzar, el análisis se efectúa en términos de flujos, utilizando para ello los datos de flujos de las Cuentas Financieras del Banco de la República, aunque las preferencias en materia de portafolio resultan mejor caracterizadas por decisiones sobre las proporciones entre acervos que por los flujos: el comportamiento de estos últimos depende de la situación previa de los acervos y de la velocidad a la que se recompone el portafolio, y no tiene por que tener una relación estrecha con los diferenciales en los rendimientos. En realidad, a primera

vista sorprende que en el trabajo comentado se haya logrado explicar una parte significativa de la varianza de los flujos de "activos líquidos" con la tasa de interés y otras pocas variables.

Un examen más detenido de los resultados del trabajo comentado muestra que buena parte de la correlación encontrada entre los flujos de activos líquidos rentables debe considerarse espuria, ya que se ha usado como variable explicativa la tasa de interés nominal. No existe justificación teórica para considerar que los flujos de activos líquidos rentables dependan directamente de la tasa de interés nominal, pero históricamente el rápido crecimiento de los activos financieros en Colombia entre 1970 y 1985 (con una tendencia similar de los flujos) coincidió con la aceleración de la inflación y la elevación de la tasa de interés nominal. Ciertamente, sería muy preocupante que el desarrollo del sistema financiero debiera estar ligado a un aumento de la tasa de interés nominal, cuyo nivel está en muy buena parte determinado por la inflación.

Varios estudios previos efectuados en Colombia (que incluyen, además de los citados en la bibliografía, algunos trabajos inéditos del Banco de la República y de los asesores de la Junta Monetaria) sugieren que existe una relación directa, significativa y teóricamente plausible entre el monto de activos financieros rentables y la tasa de interés real, aunque en general hay dificultades para medir apropiadamente la "tasa de interés real" pertinente¹⁰. Cuando se examina en forma desagregada la composición de los activos rentables (v.g. la participación del UPAC dentro del total), se encuentra una elasticidad muy significativa al rendimiento relativo del UPAC, versus el rendimiento del CDT. Por lo demás, esa sensibilidad de la composición del portafolio de activos rentables al rendimiento relativo de los mismos es una observación cotidiana en el sector financiero. Cuando se trata de modelar el comportamiento del acervo total de activos financieros en función del "rendimiento relativo" se tropieza con dificultades especiales para caracterizar el rendimiento esperado de los activos alternativos (depósitos en el extranjero, edificaciones, etc.): es claro que la utilización de una "tasa de interés real", definida simplemente como una tasa representativa de interés, deflactada por algún índice convencional de inflación, constituye apenas una aproximación gruesa, con propósitos ilustrativos. Esa aproximación se torna aún menos satisfactoria cuando se trata de trabajar con datos anuales, como es indispensable si se aspira a detectar alguna relación entre el nivel de los activos rentables y la tasa de ahorro real. Pero no parece razonable suponer que las consideraciones sobre rendimiento relativo, que tan decisivamente afectan la conducta de los agentes económicos tratándose de activos financieros específicos (v.g., cuentas UPAC versus CDT), estén ausentes tratándose del

monto global de activos financieros rentables en el país, versus activos no financieros en el país, o activos de cualquier tipo en el exterior.

El flujo de ahorro de la comunidad (la fracción no consumida de su ingreso) representa un aumento de su riqueza, que debe mantenerse en alguna forma: dinero, activos líquidos, inversiones en inventarios o inversión fija¹¹. Es plausible suponer que, en ausencia de cambios en los rendimientos relativos, un aumento de la tasa de ahorro flujo tendrá un efecto positivo sobre la relación de activos financieros rentables / PIB, al igual que sobre la relación de todos los otros activos al PIB, aunque la relación entre ambos cambios (la razón del flujo de ahorro y la razón del acervo de activos) no necesariamente será estable.

Con propósitos ilustrativos he corrido varias regresiones entre el saldo de cuasidineros / PIB en el período 1970-1986, la tasa de ahorro / PIB, la tasa de interés real y algunas otras variables. En general en todas las regresiones se detecta una fuerte correlación de los residuos, que podría eliminarse adoptando una especificación autoregresiva, como se ha hecho en varios estudios previos. Sin embargo, tengo dudas que esa relación autoregresiva sea estable y me inclino mucho más a reconocer que durante el período considerado se presentó una fuerte tendencia al aumento de la razón de activos financieros rentables al PIB, como efecto de la aparición de nuevos y atractivos instrumentos de "ahorro financiero", como el UPAC, de la institucionalización de algunas formas de ahorro y crédito que antes correspondían al mercado extrabancario (Compañías de Financiamiento Comercial), y de algunos otros factores favorables que no necesariamente se repetirán en el futuro. La siguiente ecuación, que por las razones anotadas no podría usarse para propósitos de proyección, permite confirmar que los efectos de tendencia en ese período fueron muy significativos:

$$(4) \text{TCUASI} = -0.0496 + 0.3241 \text{ TAT} + 0.1244 \text{ INTR} + \\ (-1.3101) \quad (1.6054) \quad (1.8427) \\ + 0.0115 \text{ AÑO} \\ (13.3172)$$

$$R^2 = 0.9816$$

$$\text{D.W.} = 1.7462 \text{ (tras corrección por autocorrelación)}$$

Donde TCUASI = (Saldo de cuasidineros / PIB)

TAT = (Ahorro total Ctas Nales / PIB)

INTR = (Tasa de interés real, Mauricio Carrizosa)

El análisis efectuado sugiere que tanto el ritmo de ahorro como la tasa de interés real influyen sobre la tasa de ahorro financiero, aunque en el pasado reciente hayan sido mucho más importantes los efectos de la aparición de instrumentos específicos y la institucionalización del mercado. De todos modos, sería necio pasar por alto que un desarrollo sostenido del mercado financiero exige un flujo adecuado de ahorro real, y pretender, por ejemplo, que las autoridades económicas resuelvan con medidas monetarias los problemas causados por un flujo insuficiente de ahorro real. Si el flujo de ahorro real es bajo, será finalmente imposible mantener un elevado ritmo de crecimiento real de los activos financieros, incluso con elevadas tasas de interés real. Por otra parte, la imposición de tasas de interés real artificialmente bajas para los activos financieros puede llevar al marchitamiento de esos activos, incluso bajo condiciones favorables del flujo del ahorro real, o agravar severamente los problemas causados por una escasez general del ahorro real, al disminuir la capacidad del país para retenerlo dentro de sus fronteras.

Estoy lejos de ser un partidario entusiasta de la liberación total del mercado financiero. En realidad, encuentro justificados los temores de muchos observadores sobre las posibilidades de que en un mercado no regulado se estimule la desviación de recursos hacia el consumo y hacia actividades especulativas, que están dispuestas a ofrecer tasas de interés por arriba de los rendimientos de la mayoría de las actividades productivas. La disposición a pagar altos intereses no siempre indica una capacidad especial para hacer rendir el capital. Es más que probable que esté relacionada con la convicción de que si los ingresos o las utilidades no se comportan según las expectativas, la carga de la deuda será trasladada de alguna manera a otros hombros: los de los acreedores o los de los contribuyentes. La experiencia de esta década, tanto interna como internacional, ha sido por demás instructiva sobre las limitaciones de los mercados financieros para manejar este tipo de riesgos, y sería necio echarla por la borda. De otro lado, creo que un mercado financiero inteligentemente regulado puede cumplir un papel crucial tanto en materia de canalización eficiente del ahorro real como de estímulo a ese mismo ahorro. Me inclino a pensar que la relación más importante entre la tasa de interés y el ahorro real tiene lugar a través del mercado financiero, considerando a este último principalmente como un vehículo apropiado para el ahorro.

Para terminar, y en relación con los requisitos para el desarrollo de un mercado financiero más eficiente creo de interés anotar que la excesiva propensión a gravar, y la extendida convicción colombiana de que el ahorro es insensible a la tasa de tributación, han llevado a políticas de “apropiación del impuesto inflacionario” que, con sus efectos acumulati-

vos, amenazan condenar al marchitamiento o poco menos a buena parte del sector financiero. En efecto, la montaña de "inversiones forzosas" y de "encajes productivos" sobre las captaciones del sector financiero ha llevado gradualmente a una situación donde éste debe cobrar en sus créditos márgenes tan elevados sobre las tasas pasivas de interés que, simplemente, se crea un estímulo irresistible para que el depositante potencial y el prestatario potencial se pongan de acuerdo para repartirse el margen entre ellos mismos, prescindiendo del intermediario. La tendencia a efectuar operaciones directas entre empresas no financieras, sin utilización de intermediarios o utilizándolos en forma puramente instrumental, es cada vez más evidente, y en mi opinión tiene sus raíces en causas mucho más profundas que el actual control transitorio a las tasas de interés. A diferencia de lo que ocurre con la captación "masiva y habitual" la concesión de préstamos directos entre empresas no es, por sí misma, ilegal. Con la creciente sofisticación de las tesorerías de las empresas no financieras probablemente será necesaria una combinación de ganancias en eficiencia de los intermediarios financieros y de reducción de los impuestos implícitos en las normas sobre encajes e inversiones si se desea evitar la tendencia al marchitamiento del "ahorro financiero" más tradicional. Este marchitamiento no sería eficiente, puesto que no habría sido resultado de una mayor eficiencia intrínseca de las empresas no financieras, sino de distorsiones creadas por las mismas políticas. Por otra parte, estaría peligrosamente asociado con una reducción de la seguridad en el manejo del ahorro del público, y con una infortunada pérdida de control del Estado sobre la orientación de esos recursos.

NOTAS:

1. Tal como se hace en el trabajo de José A. Ocampo, en estas notas las variables agregadas se han expresado como razones del PIB. Por brevedad, y mientras no se diga lo contrario, siempre que se mencione aquí cualquier agregado (ahorro, inversión, tributación, etc.) deberá entenderse que se trata de la razón entre ese agregado y el PIB, medidos ambos a precios corrientes.
2. La influencia de los rendimientos relativos internos y externos sobre la composición de los activos del sector privado se basa en consideraciones teóricas muy sólidas, y ha sido probada demasiadas veces en otras partes para dudar de que un aumento sustancial del diferencial entre los rendimientos internos y externos podría eventualmente dar lugar en Colombia a una recomposición del portafolio del sector privado. Ello sin perjuicio de reconocer que, hasta cierto punto, la existencia del control de cambios colombiano aísla el mercado interno de capitales del mercado internacional. Ver Sobre esto J. Fernández "Política Monetaria y movilidad de capitales en Colombia", en *Ensayos sobre Política Económica*, abril de 1983.
3. Sobre la sustitución del ahorro interno por los créditos externos, que contribuyó a la crisis financiera de América Latina, véase E. Wiesner, "El origen del endeudamiento externo de América Latina", *Revista del Banco de la República*, Nov. 1984.
4. Véase Milton Friedman, *Una teoría de la Función de Consumo*, (edic. orig. 1956).
5. El dato para 1986 fue estimado por mí deflactando el ingreso nacional nominal por el índice de precios de la demanda interna, lo que arroja una tasa de aumento en ese año del 5.8%, frente a un crecimiento del 5.1% en el PIB.
6. Véase sobre esto C. Caballero y M. Ramírez, "El ahorro, y una estrategia de desarrollo hacia afuera", en *Fedesarrollo, Hacia un nuevo modelo de desarrollo-Un Debate*, Bogotá, 1988. En un estudio previo del mismo J.A. Ocampo, se destaca una relación de este tipo. Personalmente me inclino más bien a subrayar el papel que las exportaciones pueden jugar para mantener una firme demanda agregada, cuando se adopta una política interna más favorable al ahorro que al consumo.
7. TAD (Ahorro doméstico / PIB) y TSUPER (Superávit en cuenta corriente / PIB) se obtienen de las Cuentas Nacionales del DANE, a precios corrientes. La variable TERINT (Índice de Precios de Exportación / Índice de precios de importación) se obtiene del FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Líneas 76 y 76x para Colombia.
8. Por ejemplo, usando métodos de equilibrio general, D.L. Bevan y otros encontraron que en Kenia existe una propensión muy elevada a ahorrar los ingresos de las bonanzas cafeteras, cuando tales ingresos se perciben como transitorios, Véase Bevan, D.L. et. al., "Consequences of a commodity boom in a controlled economy-accumulation and redistribution in Kenya 1975-1983", en *The World Bank Economic Review*, Vol. I, No. 3, 1987.
9. J. Cuddington, "Bonanzas de productos básicos, estabilización macroeconómica y reforma comercial en Colombia", *Ensayos sobre Política Económica*, Dic. 1986.
10. En el caso del dinero, un activo totalmente líquido y con un rendimiento nominal nulo, es plausible suponer que sus sustitutos más cercanos son los activos líquidos rentables, y no se presentan las dificultades de medición señaladas. En ese caso los resultados estadísticos de los diversos estudios efectuados en Colombia, incluyendo el trabajo comentado de José A. Ocampo, confirman la existencia de una relación inversa entre la demanda de dinero y la tasa de interés.
11. En la medida en que los activos rentables mantenidos por algunos agentes sean pasivos de otros agentes en la misma comunidad, el monto de esos activos debería excluirse del total de la riqueza, una vez se cuenta dentro de ella la totalidad de activos reales. En la práctica, cuando no se conoce el cambio ocurrido en los activos reales, parece justificado interpretar un aumento del acervo real de activos financieros como una variable "proxi" de un aumento correlativo en el acervo de activos reales.

SEGUNDA SESIÓN

MANEJO MACROECONÓMICO, DÉFICIT FISCAL Y MERCADO DE CAPITALES. PERSPECTIVAS PARA LA DÉCADA DEL NOVENTA.

Jorge Ospina Sardi

La mayoría de los economistas latinoamericanos son muy originales. Nuestro Continente es febril en teorías novedosas para explicar el comportamiento de la economía. Abunda la heterodoxia. Varios de ellos se devanan los sesos tratando de demostrar que la ortodoxia convencional no funciona en nuestros países. Sostienen que en América Latina el déficit fiscal no es malo, la alta inflación no es mala, la inestabilidad en el manejo macroeconómico tampoco es mala y la falta de competencia es buena. Según ellos, en nuestro Continente lo único malo es la ortodoxia en el manejo económico.

A veces me he preguntado la causa de este fenómeno intelectual. ¿Será parte de nuestro atraso cultural? La mayoría de nuestros economistas han estudiado en las universidades norteamericanas y europeas donde se enseña la ortodoxia para sus propios economistas y la heterodoxia para economistas de los países subdesarrollados. Por otro lado, es una característica de inmadurez cultural rechazar las teorías que se aplican con éxito en países más avanzados, catalogándolas como teorías foráneas e inaplicables a nuestro medio. La aceptación de estas teorías se considera como una especie de sumisión intelectual. Tal es nuestro complejo de inferioridad. Ello nos ha obligado a tratar de inventar otras teorías, con tan mala fortuna que no hemos sido capaces de crearlas.

Y cuando suponemos que las hemos creado y las utilizamos como guía de la política económica, los resultados han sido desastrosos. En este proceso hemos llegado hasta el extremo de sostener que el "homo economicus" latinoamericano hace parte de una especie humana diferente, pues su conducta no obedece a la misma motivación y racionalidad que su contraparte de los países avanzados.

Otra característica del subdesarrollo cultural de los economistas latinoamericanos es su arrogancia intelectual que se refleja en la incapacidad para rectificar creencias e ideologías. El economista latinoamericano nunca cambia de parecer. Nunca se equivoca. La que se equivoca es la realidad a la cual se aplican sus ideas. En otros países, por ejemplo en el caso de los socialistas europeos y de los pragmáticos del Asia, las rectificaciones están a la orden del día. Después de varios años, allá se descubrió que la economía de mercado funciona igual en Estados Unidos, en la Unión Soviética y en la China, que la expansión monetaria produce inflación, que el déficit fiscal cuando se sale de todo control hace inmanejable la política económica, que la inflación es el impuesto más regresivo de todos, que los empresarios no invierten cuando la política macroeconómica es inestable e incierta, que el manejo de la tasa de cambio es fundamental para equilibrar el sector externo, que los controles estatales producen toda clase de distorsiones en el sistema productivo, que el Estado es ineficiente en la prestación de servicios, que las exportaciones son claves para lograr un crecimiento autosostenido en países con mercados pequeños, y otras ideas económicas básicas sobre las cuales se ha formado un relativo consenso en otras partes excepto en América Latina y África.

Colombia no ha sido la excepción a este fenómeno cultural. Para poner dos ejemplos, varios de nuestros economistas sostienen que el movimiento en la tasa real de cambio no es la principal variable condicionante del comportamiento de las exportaciones. O que el ritmo de expansión monetaria no es el principal determinante del nivel de la inflación. Si bien estos economistas aceptan que estas dos variables son importantes, tratan de demostrar que no son tan importantes como sostienen los economistas más ortodoxos y convencionales. Y en esto consiste precisamente su heterodoxia: en complicar lo obvio, atribuyéndole una menor importancia relativa a las variables claves del manejo macroeconómico.

Los problemas con este tipo de heterodoxia se presentan ante todo con el manejo de la política económica. Nadie objetaría si se tratara de ejercicios puramente académicos. Pero en el caso del manejo de la política económica se requiere establecer prioridades con respecto al uso de los instrumentos. Si no se manejan los instrumentos básicos en la forma correcta, si se subestiman sus efectos sobre la economía, la política económica fracasa y las buenas intenciones se frustran. El énfasis en demostrar que la expansión monetaria, la tasa de cambio, y el déficit fiscal, no tienen el impacto que le asigna la teoría más ortodoxa, lleva a una especie de escapismo: a decir que lo que está pasando no es consecuencia de lo obvio y a utilizar otros instrumentos menos apropiados o menos eficaces o menos directos para alcanzar las metas propuestas. Y al fracasar

rotundamente, tal como ha sucedido en la mayoría de los países latinoamericanos, nuestros originales economistas racionalizan su fracaso con más escapismo: a decir que la culpa no fue el mal manejo interno sino factores exógenos como la evolución de la economía mundial, el proteccionismo de los países industrializados, el imperialismo, etc.

En otras partes del planeta el fracaso de las políticas económicas conduce a un replanteamiento en las teorías económicas. En América Latina ello no sucede. Desafortunadamente en el mundo contemporáneo, el país que no corrija rápidamente sus equivocaciones de política macroeconómica, el país que no esté a tono con el movimiento de la economía internacional, estará condenado para siempre a la pobreza relativa y a los problemas políticos y sociales que de ese hecho se derivan. El escaso poder de adaptación que ha mostrado América Latina para cambiar sus esquemas tradicionales de manejo macroeconómico es señal de que estamos lejos todavía de abandonar nuestro atraso económico. Es señal también de que nuestros sistemas políticos son excesivamente rígidos, de que son incapaces de liderar cambios en los esquemas de manejo económico, no obstante los estruendosos fracasos del pasado.

En Colombia, la crisis macroeconómica no ha sido tan aguda como en los demás países latinoamericanos. Ese tiende a ser nuestro consuelo. Sin embargo, no podemos darnos por satisfechos. Ni el reciente pasado ni las perspectivas que hoy en día se vislumbran dan margen para pensar que le estamos ganando la batalla al subdesarrollo. Mientras tanto los economistas colombianos seguimos debatiendo sobre lo básico. Por ejemplo, todavía creemos que podemos alcanzar altas tasas de ahorro e inversión sin necesidad de imponer un mínimo de disciplina fiscal. Todavía seguimos pensando que podemos desarrollarnos con fórmulas mágicas, sin necesidad de sacrificar consumo presente, sin necesidad de crecimiento interno. Todavía creemos que se pueden lograr tasas autosostenidas de crecimiento financiando la inversión productiva con el impuesto de la inflación. Todavía nos hacemos la ilusión de que es factible mejorar la distribución del ingreso en medio de la alta inflación que tenemos. Todavía no hemos llegado a un consenso sobre estos puntos fundamentales para el futuro desarrollo del país. Todo esto cuando las circunstancias del mercado internacional de capitales son especialmente adversas y no cabe esperar flujos positivos de ahorro externo.

Pues bien, en este trabajo se analizarán las perspectivas del manejo macroeconómico colombiano, asignándole un especial énfasis al problema del financiamiento del futuro esfuerzo de desarrollo del país. El trabajo se inicia con una referencia al reciente comportamiento macroeconómico de los principales países de América Latina y a las diferencias

con Colombia. Más adelante destacaré la importancia que tiene la política fiscal en el logro de condiciones favorables para el desarrollo económico. Seguidamente trataré lo relativo a las tendencias pasadas y futuras del ahorro y la inversión en nuestro país, incluyendo algunas consideraciones sobre el problema de la deuda pública externa. Por último, expondré algunas conclusiones que se desprenden de los puntos anteriores sobre el futuro manejo de la economía colombiana.

I. EL SYNDROME LATINOAMERICANO

Muchos analistas se han preguntado las razones por las cuales las economías latinoamericanas han atravesado por una crisis sin precedentes durante los años ochenta, con crecimiento nulo o negativo. Este comportamiento contrasta con el de otras economías, tanto en el mundo industrializado como en algunos países asiáticos, que han mostrado un dinamismo muy superior, ampliándose la brecha entre una y otras. En especial, sobresalen las diferencias entre América Latina y los países que han experimentado un acelerado crecimiento en diversos campos, pero fundamentalmente son apreciables las que tienen que ver con el comportamiento del sector externo de la economía en aspectos tales como las exportaciones de manufacturas.

Si se repasa lo sucedido con América Latina durante las dos últimas décadas se obtiene el retrato de una alta inestabilidad en el manejo de los instrumentos básicos. En el Cuadro 1 se aprecia como en materia de manejo de la tasa de cambio, de liberación de importaciones, de expansión monetaria y déficit fiscal, las variaciones han sido considerables de un año para otro. Si bien Colombia es el país de menor inestabilidad, de todas maneras, la expansión monetaria ha oscilado entre el 10% y el 36%; el déficit fiscal entre cero y 7.6% del producto interno bruto; el índice real de la tasa de cambio entre 81.1 y 124.3 (1976-78=100.0); y el índice de apertura definido como la proporción entre las importaciones de bienes y servicios y el PIB entre 13.9% y 17.2%, sin mostrar una tendencia definida. (*Cuadro 1*).

No es de sorprenderse, entonces, que el desempeño de las economías latinoamericanas será errático. En el Cuadro 2 se muestra como las tasas de crecimiento económico, de inflación, de déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y de inversión global también registran significativas fluctuaciones a lo largo del período 1971-87 para todos los países. También en este caso la inestabilidad de Colombia es menor que la de otros países, pero no por ello es considerable. Por ejemplo, el crecimiento económico ha oscilado entre el 0.9% y el 8.5%, la inflación anual entre

CUADRO 1
INDICADORES DE MANEJO DE LA POLITICA ECONOMICA
MEDIOS DE PAGO (M1)
(Variación respecto al año anterior)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Argentina	n.a.	n.a.	72.7	83.5	90.5	310.8	144.2	145.6	131.4	115.9	53.9	195.7	287.8	522.6	650.2	70.7
Brazil	31.1	32.5	42.0	36.5	35.7	42.4	37.0	40.9	52.2	76.0	65.1	82.0	85.1	138.2	275.7	303.8
Chile	99.3	100.9	264.4	305.5	239.5	216.1	156.7	81.2	60.0	62.6	23.4	-5.5	28.3	18.9	74.7	18.9
Colombia	10.3	19.3	28.3	28.6	19.7	30.2	36.2	35.4	25.2	24.8	24.6	23.1	19.7	21.4	22.7	22.8
Mexico	8.1	13.5	22.8	19.2	21.5	22.3	26.6	37.2	31.4	31.1	36.8	43.5	44.1	53.2	53.7	51.3
Peru	27.2	19.6	26.9	31.3	28.8	21.6	21.6	34.3	59.5	71.1	43.4	33.7	75.4	97.3	204.6	175.6
Venezuela	11.8	18.3	21.9	31.1	47.3	27.0	25.0	18.9	7.4	14.1	11.4	9.9	11.6	26.8	14.1	7.2

DEFICIT FISCAL / PIB*

Argentina	-3.8	-4.6	-6.6	-6.9	-14.0	-9.8	-3.2	-3.8	-3.5	-7.3	-15.9	-15.1	-16.8	-12.8	-5.9	-3.6
Brazil**	-2.1	-1.4	0.4	-0.1	-2.3	-2.6	-1.8	-3.4	-1.7	-3.0	-2.4	-2.7	-3.5	-4.1	-4.4	-11.6
Chile	-12.4	-16.7	-15.8	-6.8	-1.7	3.7	1.3	1.7	5.2	2.9	0.8	-2.6	-2.5	-3.9	-1.9	-1.7
Colombia	-5.7	-4.1	-4.2	-4.1	-3.0	-1.4	-0.4	-0.2	-1.4	-2.8	-5.9	-7.6	-7.6	-6.7	-4.3	0.3
México	-2.3	-4.1	-5.3	-5.8	-9.1	-7.5	-5.2	-5.5	-7.5	-7.9	-12.4	-14.6	-7.6	-6.7	-8.3	-15.2
Peru	-1.4	-2.9	-4.5	-6.8	-9.6	-10.0	-9.8	-6.2	-1.1	-6.5	-4.9	-3.9	-8.9	-5.0	-2.7	-4.4
Venezuela	-2.6	-7.1	-5.1	2.2	-7.6	-13.2	-11.4	-12.9	-11.5	-13.5	-2.0	-1.5	-2.3	3.6	2.3	-1.2

CUADRO 1
INDICADORES DE MANEJO DE LA POLITICA ECONOMICA
MEDIOS DE PAGO (M1)
(Variación respecto al año anterior)
(Continuación)

INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL
(1976 - 78 = 100)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Argentina	92.1	105.2	98.6	87.2	118.9	90.3	110.2	99.4	75.7	67.5	75.6	115.2	103.6	95.7	129.4	106.9
Brasil	92.0	95.6	103.9	103.0	103.3	98.6	97.9	103.5	114.9	127.6	103.8	98.3	115.7	109.2	109.6	101.3
Chile	67.3	51.1	44.3	86.7	113.2	99.4	92.7	107.8	98.5	83.8	75.3	83.9	90.5	91.4	103.8	106.2
Colombia	112.6	114.1	115.8	109.7	112.6	106.8	96.1	97.1	94.7	95.9	88.9	81.1	83.9	89.5	115.0	124.3
Mexico	91.9	94.9	95.4	92.1	90.4	93.9	105.2	10.9	96.7	89.0	80.1	115.0	121.0	100.3	98.0	144.5
Peru	74.5	75.7	83.0	82.5	74.6	79.8	94.4	125.9	124.1	114.0	96.5	92.4	100.3	101.1	121.0	94.6
Venezuela	98.2	99.5	106.7	109.3	104.6	101.2	98.1	100.7	104.2	98.6	89.5	81.8	76.6	106.7	96.3	95.5

INDICE DE APERTURA DE IMPORTACIONES
(Importaciones / PIB)

Argentina	7.4	5.1	3.6	4.1	10.9	6.4	9.2	7.5	8.1	8.5	9.3	11.4	9.0	7.8	7.9	7.5
Brasil	8.5	9.2	9.9	14.3	11.6	9.6	8.3	8.2	9.7	11.6	10.2	9.2	9.5	8.4	7.7	6.0
Chile	11.6	11.1	15.9	21.4	28.4	20.1	21.5	23.5	25.2	25.5	25.3	20.6	20.5	23.9	24.5	25.4
Colombia	26.4	14.1	13.7	16.7	15.3	14.9	14.0	14.6	14.0	16.3	16.5	17.2	14.9	13.9	14.9	15.0
Mexico	8.7	8.9	9.5	10.6	9.6	9.3	9.4	11.0	12.4	13.8	14.0	11.8	8.9	9.4	10.4	11.9
Peru	14.9	14.5	16.0	21.1	22.3	19.2	21.4	19.3	18.1	22.6	24.3	23.7	22.8	17.6	19.4	18.2
Venezuela	19.3	20.7	19.8	19.2	25.8	29.9	36.2	38.5	29.3	25.5	25.7	28.9	13.4	19.9	19.4	21.9

FUENTE: Varios números del International Financial Statistics e Informes Anuales del BID.

* 1970-80 Déficit en contabilidad de causación. 1981-86 en contabilidad de caja.

** Déficit del Gobierno Central.

el 9.0% y el 27.5%, y el saldo en la cuenta corriente de la balanza de pagos ha fluctuado entre un superávit del 2.3% del PIB y un déficit equivalente al 10.4% del PIB. De otra parte, el nivel de inversión como porcentaje del PIB se ha mantenido en Colombia relativamente estable, pero en niveles que se comparan desfavorablemente con las economías en rápido crecimiento como las del Sureste Asiático. (*Cuadro 2*).

No se puede desconocer que parte de los problemas del manejo macroeconómico de América Latina se derivan de los ciclos económicos ocasionados por las variaciones en los términos de intercambio. La mayor parte de los países latinoamericanos han sido altamente dependientes de las exportaciones de productos primarios, tanto de la agricultura como de la minería. La condición de exportadores de productos primarios ha colocado a estos países en una posición ambivalente. Por un lado, les ha permitido, en términos generales, adquirir del exterior los productos manufacturados para garantizar unos niveles mínimos de vida, sin necesidad de realizar grandes esfuerzos en materia del desarrollo de otras actividades, por ejemplo, en el sector industrial. Pero, por otro lado, las fluctuaciones en los precios internacionales de las materias primas exportadas han desestabilizado el manejo de la política macroeconómica e impedido el surgimiento de un consenso político en favor de objetivos de desarrollo a largo plazo.

El aspecto que ha tenido un mayor impacto sobre el proceso de desarrollo de América Latina no ha sido tanto la tendencia secular a la disminución en los términos de intercambio, sino las variaciones de corto y mediano plazo en dichos términos y el efecto de estas variaciones sobre la orientación de la política económica. El Cuadro 3 indica precisamente la evolución de los términos de intercambio durante 1970-86 de América Latina. Durante los años setenta se observó claramente una tendencia a una mejora, para luego durante los años ochenta registrarse una significativa caída. Pero si se miran las variaciones año por año también se aprecian bruscas fluctuaciones a corto plazo en todos los países, incluyendo Colombia. (*Cuadro 3*).

Al relacionar el manejo económico con las variaciones en el sector externo inducidas por las oscilaciones en los términos de intercambio, se encuentran patrones de comportamiento interesantes. En épocas de altos términos de intercambio los países latinoamericanos han revaluado sus monedas, liberado sus importaciones, propiciado el ingreso de capital externo de corto plazo, y adoptado políticas fiscales laxas tanto en lo que respecta al nivel de gasto público como en materia de esfuerzo tributario. En épocas de caída en los términos de intercambio las políticas han sido frecuentemente las contrarias: devaluaciones masivas, estímulos a la di-

CUADRO 2
RESULTADOS DE LA POLITICA ECONOMICA
(1980 = 100)

TASAS DE CRECIMIENTO DEL PIB*

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Argentina	4.8	3.1	6.1	6.5	-1.4	-1.7	4.9	-3.4	8.5	1.5	-6.7	-6.3	3.0	2.0	-4.5	5.7
Brasil	13.2	11.7	13.9	9.8	5.7	9.0	4.7	6.0	6.4	7.9	-2.0	1.4	-2.7	4.8	8.3	8.2
Chile	7.7	-0.1	-3.6	4.1	-12.9	3.8	9.7	8.3	8.2	6.5	5.2	-13.1	-0.5	6.2	2.4	5.5
Colombia	6.0	7.7	6.7	5.7	2.3	4.7	4.2	8.5	5.4	4.1	2.3	0.9	1.6	3.2	2.0	5.1
Mexico	3.4	7.3	7.6	5.9	4.2	2.1	3.3	7.3	8.0	8.3	8.3	0.0	-5.2	3.5	2.8	-3.8
Peru	5.1	5.8	6.2	6.8	3.3	2.0	-0.1	-0.7	3.4	4.2	3.7	-0.2	-12.0	4.4	2.0	8.5
Venezuela	3.3	3.0	6.7	5.9	5.5	8.4	6.8	3.2	0.7	-1.6	-1.0	-1.3	-5.6	-1.1	0.1	3.1

TASA DE INFLACION ANUAL*

Argentina	34.80	58.40	61.20	23.50	182.30	443.20	176.10	175.50	159.50	100.80	104.50	164.80	343.80	626.70	672.10	90.10
Brasil	20.20	16.50	12.70	27.60	29.00	42.00	43.70	38.70	52.70	82.80	105.60	97.80	142.10	197.00	226.90	145.20
Chile	19.20	77.30	353.60	5.4.70	374.70	211.80	91.90	40.10	33.40	35.10	19.70	9.90	27.30	19.90	30.70	19.50
Colombia	9.00	13.40	20.80	24.30	22.90	20.20	33.10	17.80	24.70	26.50	27.50	24.50	19.80	16.10	24.00	18.90
Mexico	5.30	5.00	12.00	23.80	15.20	15.80	29.00	17.50	18.20	26.40	27.90	58.90	101.80	65.50	57.70	86.20
Peru	6.80	7.20	9.50	16.90	23.60	33.50	38.10	57.80	66.70	59.20	75.40	64.40	11.20	110.20	163.40	77.90
Venezuela	3.20	2.80	4.10	8.30	10.30	7.60	7.80	7.10	12.40	21.50	16.20	9.60	6.30	12.20	11.40	11.50

CUADRO 2
RESULTADOS DE LA POLITICA ECONOMICA
(1980 = 100)
(Continuación)

INVERSION DOMESTICA COMO PORCENTAJE DEL PIB*

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Argentina	20.1	22.5	20.3	19.9	26.1	27.1	27.2	24.5	23.5	22.7	18.2	18.1	17.9	14.0	9.0	9.0
Brasil	26.4	26.1	27.7	30.5	26.9	23.1	22.0	22.6	22.5	22.4	22.3	20.2	15.7	18.0	17.3	21.0
Chile	15.4	4.3	-35.7	21.1	13.1	12.8	14.4	17.8	17.8	21.0	22.7	11.3	9.8	13.6	13.7	15.0
Colombia	19.4	18.1	18.3	21.5	17.0	17.6	18.8	18.3	18.2	19.1	20.6	20.5	19.9	19.0	17.7	18.0
Mexico	20.2	20.3	21.4	23.2	23.7	22.3	22.8	23.6	26.0	28.1	29.0	21.2	20.3	21.6	21.0	21.0
Peru	15.0	14.2	15.6	18.9	19.8	17.9	15.0	14.5	14.4	17.7	22.1	22.6	17.0	15.8	14.1	18.0
Venezuela	29.7	31.2	29.3	24.0	30.9	34.4	41.5	42.8	31.6	24.7	22.9	25.9	11.8	16.0	14.7	20.0

DEFICIT EN CUENTA CORRIENTE DE BALANZA DE PAGOS COMO % DEL PIB

Argentina					-3.5	1.1	2.2	2.8	-1.4	-8.5	-8.4	-4.5	-4.1	-3.5	-1.6	-3.6
Brasil					-5.7	-4.5	-3.1	-3.6	-4.9	-5.5	-4.6	-6.4	-3.5	0.1	-0.2	-1.1
Chile					-5.7	-4.5	-3.1	-3.6	-4.9	-5.5	-4.6	-6.4	-3.5	0.1	-0.2	-1.1
Colombia					0.7	1.4	2.3	1.5	2.0	0.4	-6.2	-10.2	-10.0	-6.9	-3.6	1.4
Mexico					-4.8	-4.4	-2.6	-3.5	-4.6	-4.6	-6.1	-4.1	3.9	2.3	0.8	-1.0
Peru					-10.0	nd	nd	nd	nd	-0.1	7.8	-7.2	-5.8	2.1	0.1	-3.6
Venezuela					8.0	1.0	-8.6	14.3	0.8	8.0	6.0	6.4	6.8	10.4	6.5	4.5

Fuente: Varios números de International Financial Statistics. Informes del BID e informes semanales del Business International Corporation.

* 1986 Preliminar.

CUADRO 3
TERMINOS DE INTERCAMBIO
(1980 = 100)
TASAS DE CRECIMIENTO DEL PIB*

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Países de la Aladi	57.6	60.9	79.5	94.2	85.1	89.6	94.6	89.9	95.7	100.0	93.9	85.2	86.0	90.8	86.4	78.8
Argentina	98.7	109.4	128.0	112.8	98.3	93.1	90.0	96.6	100.2	100.0	96.3	84.9	80.7	96.0	84.1	77.4
Brasil	117.0	124.7	145.4	121.9	117.0	132.8	151.5	131.8	121.1	100.0	85.0	79.8	77.7	85.2	82.2	101.0
Chile	130.6	123.6	158.5	155.6	86.4	94.7	83.9	96.4	96.9	100.0	87.4	75.3	82.1	76.4	70.5	77.4
Colombia	72.5	80.7	85.2	82.1	68.0	93.6	144.6	125.2	104.1	100.0	84.8	86.6	93.1	98.6	94.7	111.3
Mexico	75.4	75.8	90.7	87.2	77.5	71.0	66.3	76.2	82.3	100.0	100.9	86.6	91.4	86.6	80.0	57.1
Peru	98.7	92.0	109.6	122.8	88.4	86.3	85.6	72.0	91.7	100.0	88.5	79.6	94.8	91.1	86.3	74.7
Venezuela	21.9	20.3	30.7	64.3	63.2	66.3	67.4	59.3	77.0	100.0	102.7	94.4	100.9	112.2	110.3	60.0

Fuente: Informes Anuales del BID.

versificación de las exportaciones, restricciones a las importaciones, controles de cambios, y en algunos casos, políticas de ordenamiento fiscal. En otras palabras, no ha habido una consistencia en la orientación del modelo de desarrollo económico, como sí la han tenido otros países de mayor éxito.

La incapacidad de América Latina para sobreponerse a las dificultades de manejo ocasionadas por los ciclos del sector externo tiene dos dimensiones: por un lado, la falta de un consenso político sobre el modelo de desarrollo económico a largo plazo. Esa falta de consenso es resultado en parte de la falta de cohesión y fortaleza de los sistemas políticos en los diferentes países de la región. Pero además, es resultado de la aplicación de políticas macroeconómicas internas que acentúan, en lugar de mitigar, la intensidad de los ciclos. Tal es el caso de la política fiscal, monetaria y cambiaria. Cuando las condiciones políticas han sido propicias, por ejemplo, recién instaurados regímenes democráticos o cuando un nuevo Gobierno empieza con un amplio apoyo popular, los países latinoamericanos tampoco han introducido las necesarias rectificaciones en el manejo económico. Por el contrario, en la mayoría de los casos, la política económica adoptada ha enfrentado los síntomas en lugar de las causas de la crisis (por ejemplo, los fallidos programas de choque de Brasil y Argentina).

La respuesta fácil ante el fracaso es la de buscar chivos expiatorios y culpar a factores exógenos de los problemas económicos internos¹. Pero este ejercicio no conduce a salidas constructivas porque la solución de los problemas siempre dependerá de las acciones internas y especialmente de las políticas macroeconómicas que los gobiernos finalmente adopten. Por ejemplo, pasarán los años y continuarán las críticas a las injusticias del orden económico internacional, pero los países que no logren conquistar los mercados internacionales en un planeta cada vez más interdependiente, por siempre permanecerán en el bando de los que se quejan y nunca abandonarán el muro de las lamentaciones.

De nuevo, Colombia ha escapado hasta ahora a algunos de los problemas que han tenido que enfrentar otros países latinoamericanos. Su crecimiento económico, su desbalance fiscal, su inflación y su situación de balanza de pagos en los años ochenta así lo atestiguan (véase comparaciones en los Cuadros 1 y 2). En parte ello se ha debido a la continuidad de su sistema político, en parte a la aplicación de políticas pragmáticas y ortodoxas y en parte a que en Colombia, con excepción de la extrema izquierda, los ideologismos económicos no han prosperado tanto como en el resto de América Latina y las diferencias entre las distintas escuelas de economistas son de grado y no de fondo

II. EL CONTEXTO MACROECONÓMICO COLOMBIANO²

Siempre se ha dicho que Colombia no es un miembro pleno del club de América Latina, dada la mayor estabilidad de su política macroeconómica. Sin embargo, ello no significa que no haya sufrido de las mismas dolencias. Si se analizan las últimas dos décadas se encuentra que ha habido cambios sustanciales en la orientación de su modelo de desarrollo económico originados en las fluctuaciones del sector externo, aún cuando el manejo de estos ciclos haya sido más ortodoxo que el de otros países latinoamericanos.

Después de las crisis cambiarias de 1965-67 Colombia adoptó un modelo de desarrollo en el cual la diversificación de sus exportaciones se convirtió en uno de los pilares del crecimiento económico. En esos años se devaluó el peso en términos reales y se establecieron por vez primera subsidios directos a las exportaciones (Plan Vallejo, CAT, Crédito de Proexpo). Durante 1968-75 la agricultura comercial de exportación recibió un impulso sin precedentes (algodón, azúcar, banano, flores, etc.) y se empezaron a realizar las primeras exportaciones de manufacturas de gran escala. De otra parte, también en estos años el país recibió préstamos externos sin precedentes en condiciones relativamente "blandas", tanto de las agencias multilaterales (Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo) como de la AID de Estados Unidos. Esto permitió aumentar significativamente en términos reales la inversión pública especialmente en infraestructura (carreteras, energía eléctrica, acueductos, puertos, etc.). Fue este un período de alto crecimiento económico, incluyendo el sector manufacturero (*véase Cuadro 4*).

El esfuerzo del país para diversificar sus exportaciones sufrió un duro golpe con el cambio en la orientación del modelo de desarrollo en la segunda mitad de los años setenta. Y fueron precisamente las fluctuaciones en el sector externo las que indujeron este cambio de orientación. La bonanza cafetera y el inicio del narcotráfico generaron un aumento considerable en los ingresos de divisas. Por otro lado, la bonanza del petróleo en Venezuela y Ecuador estimularon las exportaciones no tradicionales a estos países. El resultado fue que las reservas internacionales del Banco de la República se incrementaron de US\$550 millones en 1976 a US\$5.400 millones en 1980.

Las presiones monetarias ocasionadas por el aumento en las reservas internacionales fueron controladas con el uso de varios instrumentos de política. Entre ellos vale la pena destacar la austeridad en la inversión pública (hasta 1979), la revaluación del peso, el incremento de los encajes al sistema financiero, y las operaciones de mercado abierto del Banco de la República. De todas estas medidas la que más interesa para nuestros

CUADRO 4
COLOMBIA: PIB TOTAL E INDUSTRIAL
(Crecimiento Promedio Anual)

Años	PIB TOTAL %	Valor Agregado en Industria
1953-63	4.5	8.2
1963-67	5.3	3.6
1967-74	6.6	7.6
1974-79	5.4	6.4
1979-84	2.4	0.8
1984-87	4.7	4.6*

Fuente: Banco Mundial, DANE y Cuentas Nacionales.

* 1984-86

propósitos es la revaluación del peso. Entre 1977 y 1982 el Gobierno dejó revaluar el peso en más del 25%, con lo cual el país perdió la posición competitiva en los mercados internacionales que había ganado desde finales de los sesentas y se le dió una señal clara al sector privado de que la política económica ya no era favorable a las exportaciones.

A partir de 1980 empezó la "destorcida" de los precios internacionales del café, pero sus efectos negativos sobre la economía no se sintieron inicialmente, en parte por el sistema colombiano de regulación del mercado interno del grano y de manejo de los excedentes de la bonanza que tradicionalmente ha permitido amortiguar las consecuencias de la caída en los precios internacionales. Por otro lado, las bonanzas petroleras de los países vecinos y el acceso al crédito externo, no solamente de las entidades multilaterales, pero sobre todo de préstamos de mediano plazo de la banca comercial internacional para el sector público y de corto plazo para el sector privado, permitieron mantener niveles altos de reservas internacionales, y guardar la ilusión de una prosperidad sin fundamentos.

En efecto, entre 1980 y 1982 se produjo un deterioro sin precedentes en el frente fiscal y en la balanza de pagos. Después de la situación superavitaria de la segunda mitad de los años setenta, durante 1982 el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos llegó al 10.4% del PIB y el déficit fiscal alcanzó el 7.6% del PIB (véase de nuevo Cuadro 2). Los niveles de endeudamiento externo también alcanzaron niveles sin precedentes (Cuadro 5). El desbarajuste económico de 1982-3 se agravó con el estallido de la crisis del sector financiero y con la quiebra de varias de las empresas más representativas del sector industrial. Además, a finales de 1982 y comienzos de 1983 se cerraron las fronteras de los países vecinos y estalló la crisis de la deuda externa latinoamericana con consecuencias inmedia-

CUADRO 5 COLOMBIA: DEUDA EXTERNA

Años	Deuda Externa como % PIB	Coeficiente de Servicio de la Deuda*
1975	26.7	17.8
1976	24.2	15.4
1977	19.5	12.8
1978	17.0	13.6
1979	18.7	17.3
1980	20.9	15.4
1981	24.2	24.7
1982	27.0	29.8
1983	30.2	38.0
1984	33.4	39.8
1985	42.6	38.8
1986	46.8	35.2
1987	47.0	41.6
1988	46.7	47.0
1989	45.6	51.4
1990	44.5	47.7

* Servicio de la deuda sobre exportaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Mundial de la República y proyecciones 1988-90 de La Nota Económica.

tas sobre la disponibilidad de recursos frescos de crédito externo. (*Cuadro 5*).

A partir de 1983 se inició un difícil proceso de ajuste en todos los frentes de la política macroeconómica, que habría de extenderse hasta finales de 1985. Mucho se podrá discutir sobre este proceso de ajuste. Por ejemplo, que pudo haber sido más rápido o más lento. Lo único cierto es que en estos tres años se revirtieron las tendencias negativas que traía la economía y se corrigieron buena parte de sus desequilibrios fundamentales. La recuperación del atraso cambiario, la disminución del déficit fiscal, la reducción en los niveles de inflación y el inicio de una nueva etapa de crecimiento económico, dan testimonio del éxito de la política de ajuste. De hecho, Colombia, fue probablemente el único país latinoamericano que logró en estos años rectificar los desequilibrios macroeconómicos y crear las condiciones para acelerar nuevamente el crecimiento económico. Los demás países del Continente o han fracasado en sus intentos o todavía se encuentran en proceso de salir a flote (tal como puede apreciarse en los Cuadros 1 y 2).

Una consecuencia inevitable de cualquier proceso de ajuste como el que se llevó a cabo en Colombia es el aumento del desempleo. Sin embargo, si el proceso es exitoso al poco tiempo se puede recuperar el terreno inicialmente perdido en este frente, lo que también ha demostrado la expe-

riencia colombiana. Se trata en el fondo del clásico dilema entre costos presentes y beneficios futuros. La mayoría de los países latinoamericanos no han estado dispuestos a enfrentar en toda su envergadura los costos iniciales del ajuste y por ello no han podido salir de la crisis. Muchos economistas latinoamericanos cuando analizan los problemas del ajuste económico sólo hablan de los costos inmediatos de las medidas, pero casi nunca se refieren a los beneficios futuros o a los costos de no hacer las rectificaciones oportunamente, con lo cual confunden a los políticos y a la opinión pública.

Durante 1986-87 Colombia recuperó la senda de un crecimiento del PIB superior al 5% anual, de una reducción en los niveles de desempleo (del 14% al 10%), de una estabilidad cambiaria, de un crecimiento de las exportaciones no tradicionales y de un déficit fiscal bajo control. Al logro de estos buenos resultados contribuyó, es cierto, la mini-bonanza cafetera de 1986 y el descubrimiento y explotación de nuevos yacimientos de petróleo. Pero no hay que olvidar que los ingresos adicionales de divisas por estos conceptos apenas compensaron la menor contribución neta del crédito externo a la financiación de la balanza de pagos y de la inversión pública y privada. De otra parte, en el caso del petróleo, en estos años se empezaron a recoger los frutos de una política de estímulos a la inversión extranjera en exploración que se inició en 1977, mientras que en el resto de América Latina se adoptaban políticas exactamente opuestas en esta materia.

Se podría decir que después del ajuste económico de 1983-85 se inició un nuevo ciclo de la economía colombiana, que implica el retorno a un modelo económico más abierto a la competencia internacional, en el cual la diversificación de las exportaciones ocupa nuevamente un lugar de honor dentro de los objetivos de la política económica, y donde cabe esperar una renovación de infraestructura productiva del país. Este es, a mi modo de ver, el gran reto de Colombia en la próxima década, pero antes de profundizar en este punto detengámonos a repasar algunas lecciones de la reciente experiencia colombiana.

III. LA IMPORTANCIA DE UNA POLÍTICA FISCAL ORTODOXA

El éxito de la política de ajuste económico de 1983-85 no tiene el misterio que los académicos a veces le buscan. Se trató simplemente de la aplicación de políticas ortodoxas de manejo macroeconómico. Destro de este contexto, fue crucial el uso simultáneo de los principales instrumentos macroeconómicos, como bien lo ha señalado Roberto Junguito en sus

Memorias como Ministro de Hacienda³. Por ejemplo, un ajuste cambiario sin una corrección del déficit fiscal difícilmente puede ser exitoso. O mejor, es prerequisite para el éxito de cualquier devaluación que se lleve a cabo simultáneamente una estricta política de control monetario, para lo cual se requiere reducir el déficit fiscal a niveles consecuentes con los objetivos de la política monetaria.

También se podría argumentar que es preciso desligar la política salarial de la política de devaluación. Esto puede ser válido de manera indirecta. Si por razones políticas, los salarios tanto del sector público como del sector privado aumentan desmedidamente a raíz de la devaluación, entonces se crean presiones imposibles de controlar en el frente fiscal y monetario, que frustran los intentos del reordenamiento que se pretende hacer con la devaluación en los precios relativos de la economía (por ejemplo, a favor de los bienes exportables y en contra de los bienes importables). La inflación interna evita que la devaluación tenga los efectos deseados.

El fracaso de la política macroeconómica de la mayoría de los países latinoamericanos se deriva, en último término, de la falta de armonía entre la política cambiaria y la política fiscal. Los neo-keynesianos de nuestro Continente todavía no aceptan este simple hecho, sobre lo cual no existe hoy en día mucha controversia académica en otras latitudes. La constante en América Latina ha sido la incapacidad de los países para administrar ordenadamente el Estado. Las consecuencias de esta incapacidad han sido funestas.

A corto plazo, la consecuencia principal ha sido el desbarajuste de la política macroeconómica. La expansión monetaria ocasionada por los elevadísimos déficits fiscales han impedido el éxito de los programas anti-inflacionarios y de los intentos por equilibrar las balanzas de pagos. Por otro lado, se ha creado un ambiente de inestabilidad macroeconómica que sólo ha favorecido a las actividades especulativas en detrimento de las actividades productivas de largo plazo. El sector privado no ha contado con "señales" claras sobre la orientación del modelo de desarrollo económico. La política cambiaria se ha tornado caótica, llena de sobresaltos en una y otra dirección. Lo mismo ha sucedido con los frustrados intentos de corregir las múltiples distorsiones en los precios relativos, por ejemplo, con precios claves como el de los combustibles o las tarifas de servicios públicos.

A más largo plazo, los efectos de los elevados déficits fiscales son más difíciles de cuantificar pero no por ello dejan de ser importantes. La financiación espúrea del gasto público a través del impuesto inflacionario ha frustrado los intentos por redistribuir el ingreso. Pero además, la financiación de los déficits fiscales ha producido un efecto "congestión" en

los incipientes mercados de capitales de los países latinoamericanos, cuya consecuencia ha sido la elevación de las tasas reales de interés y el desplazamiento de la inversión productiva del sector privado.

Varios economistas latinoamericanos han subestimado las rigideces de la política fiscal, que son muchas. Si algo muestra la experiencia es que esas rigideces son muy difíciles de superar. En primer lugar, a corto plazo es casi imposible usar el instrumento fiscal en una u otra dirección según los deseos de las autoridades económicas. Es relativamente fácil aumentar el gasto público, especialmente si se trata de gastos de funcionamiento. Es más difícil aumentar la inversión pública, especialmente en proyectos de larga maduración (se requieren estudios, diseños, licitaciones, etc.). Es todavía más difícil aumentar impuestos para financiar por medios no-inflacionarios el mayor gasto. Y de otra parte, es prácticamente imposible reducir el gasto público cuando las circunstancias así lo aconsejan. Si se trata de disminuir gastos de funcionamiento, la rigidez es total: ninguna de nuestras débiles democracias es capaz de enfrentar esta disyuntiva. Si se trata de programas de inversión pública, varios de ellos no se pueden suspender a mitad de camino y además, existen toda clase de grupos de presión que evitan que ello se pueda hacer por lo menos a corto plazo. En resumidas cuentas, los gobiernos tienen una muy reducida capacidad de maniobra con la política fiscal.

En Colombia, durante 1979-82 se adoptó como política compensar con mayor gasto público la caída de los ingresos cafeteros. Efectivamente, los gastos de funcionamiento crecieron a elevadas tasas y el Gobierno pudo iniciar una serie de proyectos de inversión pública de larga gestación. Como no contaba con financiación de recursos propios acudió en forma masiva al crédito externo. El resultado fue un significativo aumento del endeudamiento externo, un déficit fiscal elevadísimo que produjo una crisis cambiaria y fuga de capitales, y un doloroso proceso de ajuste de tres años. Lo mismo pasó en el resto de América Latina: inicialmente el déficit fiscal se financió con abundante crédito externo, pero cuando éste se agotó y llegó la hora de hacer cuentas, los gobiernos no pudieron subir impuestos o reducir el gasto para corregir unos desequilibrios que han impedido el manejo ordenado de la moneda y del frente cambiario.

Se oyen con frecuencia entre los economistas toda clase de razones académicas para justificar el desorden fiscal. Quizás la más ideológica de esas razones es la de los efectos "sociales" del gasto público. Se idealiza el gasto público, sin examinar su ineficiencia y las distorsiones que crea en el resto de la economía. Sin embargo, los errores más costosos en la asignación de recursos, los megaproyectos, improductivos, la burocracia ineficaz y entabladora de la actividad productiva, los subsidios mal

distribuidos, todo ello es la regla y no la excepción en el sector público, no solamente en América Latina sino en el resto del mundo. Aquellos economistas que le conceden al gasto público unos efectos milagrosos sobre el sistema económico (y que se inventan toda clase de modelos teóricos para probar su punto), no se dan cuenta que en la dura realidad el sector público es, por su tamaño y naturaleza, muy difícil de administrar y que se requiere de la mayor prudencia para equilibrar sus posibilidades de acción con los escasos recursos disponibles.

Debido precisamente a las limitaciones del gasto público como instrumento de la política económica es que ha prosperado actualmente la idea de que la mejor política "social" es la creación de empleo en las áreas más eficientes de la economía, dentro de las que se destacan las actividades que tienen una propensión exportadora. En este sentido, se le ha otorgado a la inversión privada un rol destacado dentro de la política de desarrollo. No simplemente como un soporte de la actividad del sector público, sino como el principal agente dinamizador del crecimiento económico. Dentro de esta visión, la actividad del sector público es el necesario complemento de la actividad del sector privado, pero no su sustituto. Y esto no se logra cuando el Estado extiende su acción sin el respaldo de fuentes no inflacionarias de financiamiento, endeudando a los países, dislocando el manejo monetario y creando un entorno de inestabilidad e incertidumbre, donde solamente prosperan los grupos de altos ingresos especializados en la especulación.

IV. EL FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

Tradicionalmente los niveles de ahorro e inversión de Colombia no han sido muy altos si se les compara con los patrones internacionales. Por ejemplo, durante 1980-84 el ahorro interno representó el 16% del PIB (véase Cuadro 6), mientras que en otros países de ingreso medio la tasa promedio de ahorro en ese período fue de 22.9% *. Naturalmente los niveles de inversión no han sido lo suficientemente altos como para resolver en definitiva el problema del desempleo, no obstante que el país ha disfrutado de una transferencia positiva de ahorro externo a lo largo de todos estos años. En efecto, según el Cuadro 6, con la excepción del período atípico de la bonanza cafetera de 1975-79, Colombia ha financiado cerca del 13% de su inversión con recursos externos, dentro de los cuales el crédito externo ha sido la principal fuente. La inversión extranjera directa tuvo alguna importancia como fuente de financiación durante 1980-84 gracias a su participación en los proyectos mineros y de hidrocarburos, pero en general su aporte ha sido muy pequeño. (Cuadro 6).

CUADRO 6
COLOMBIA TASAS DE AHORRO E INVERSION

como % del PIB	Ahorro Bruto					Inversión Bruta					Balance de Recursos*				
	70-74	75-79	80-84	85-86	87-90	70-74	75-79	80-84	85-86	87-90	70-74	75-79	80-84	85-86	87-90
Sector privado no financiero	12.4	12.6	12.0	nd	nd	13.5	11.3	10.6	nd	nd	-1.1	1.3	1.4	nd	nd
Sector Financiero	1.1	1.3	1.6	nd	nd	0.7	0.4	0.6	nd	nd	0.4	0.9	1.0	nd	nd
- Inversión extranjera directa	nd	nd	nd	nd	nd	-0.3	-0.3	-0.9	nd	nd	-1.9	-0.4	-6.1	-2.8	-2.6
Sector Público Financiero	3.6	6.0	2.4	5.2	4.6	5.5	6.4	8.5	8.0	7.2	-1.1	1.4	-3.2	nd	nd
-Administración	2.2	4.7	0.7	nd	nd	3.2	3.3	3.9	nd	nd	-0.8	-1.8	-2.8	nd	nd
- Empresas	1.4	1.3	1.7	nd	nd	2.3	3.1	4.6	nd	nd	-0.8	-1.8	-2.8	nd	nd
Total	17.1	19.9	16.0	17.0	16.8	19.7	18.1	19.7	17.2	19.3	-2.6	1.8	-3.7	-0.2	-2.5
% de Inversión financiado con ahorro externo						13.2	-10.0	18.8	1.2	13.0					
						13.2	-10.0	18.8	1.2	13.0					

* No corresponde al déficit en cuenta corriente por las transferencias y valorizaciones 1985-86, cifras preliminares; 1987-90 proyecciones del Plan de Economía Social.

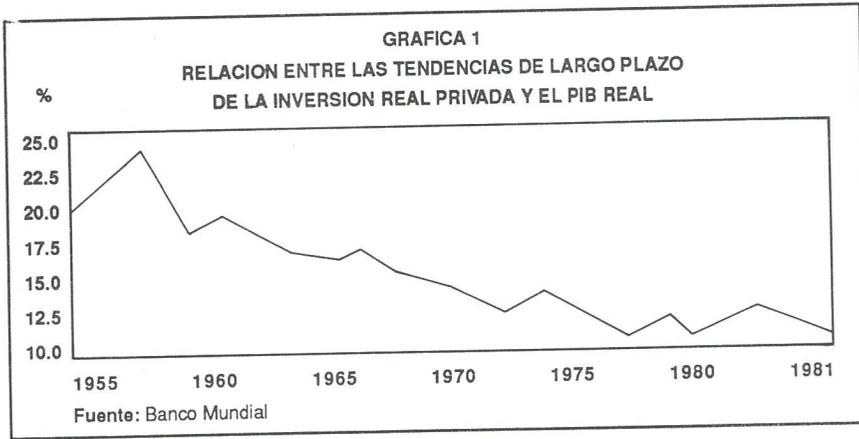
Fuente: Banco Mundial, DNP.

De todas maneras, el Cuadro 6 muestra cómo durante 1980-84, después de la bonanza de los años setenta, la tasa de ahorro interno cayó y el país pudo mantener sus niveles tradicionales de inversión acudiendo al crédito externo, lo cual implicó un crecimiento inusitado de los niveles relativos de endeudamiento (véase de nuevo Cuadro 5). Ahora bien, la caída en estos años de los niveles de ahorro se originó en el sector público, fiel reflejo del aumento en el déficit fiscal del cual se comentó atrás. La diferencia promedio anual entre el ahorro y la inversión del sector público fue en estos años equivalente al 6.1% del PIB, mientras que la del sector privado fue positiva en 2.4% del PIB.

La situación cambió durante 1985-86, cuando se elevaron nuevamente las tasas de ahorro público como resultado del éxito en las políticas de ajuste y de la mini-bonanza cafetera de 1986 (Cuadro 6). Sin embargo, en estos dos años la contribución neta del ahorro externo fue mínima como consecuencia de la creciente dificultad que ha tenido el país para obtener recursos frescos en el mercado internacional de capitales. Por esta razón, los niveles globales de inversión cayeron a tasas similares a las del ahorro interno.

¿Cuáles son las proyecciones del Plan de Economía Social Para el período 1987-90? Tal como se aprecia en el Cuadro 6, básicamente el Plan contempla aumentos en los niveles de la inversión privada, niveles similares a los históricos en el caso de la inversión pública, altas tasas de ahorro público, y la transferencia neta de ahorro externo equivalente al 2.4% del PIB. A primera vista, dada la experiencia durante 1987-88, el esquema de financiación del Plan no parece realista en lo que respecta a este último punto. Ni por el lado de la inversión extranjera, ni por el lado del crédito externo cabe esperar aportes netos que sumen anualmente un 2.4% del PIB. En el caso del crédito externo el Gobierno está enfrentando dificultades para cubrir con recursos frescos las elevadas amortizaciones de su deuda. Los resultados de este desfase ya se constatan en algunas cifras: según los últimos datos de Planeación Nacional durante 1987 la inversión pública cayó en un 11% en términos reales⁴.

Tampoco parece evidente todavía que estén dadas las condiciones para un significativo repunte de la inversión privada, si bien el mayor crecimiento económico de los últimos años puede contribuir positivamente al logro de este resultado. En la Gráfica 1 se ilustra cómo se ha presentado una tendencia secular de la inversión privada a caer con respecto al PIB. En cambio, la inversión pública ha mostrado una tendencia a aumentar. En términos generales, el aumento de la inversión pública no ha estado compensado con aumentos en la generación de ahorro por parte del sector público y las tendencias que se ven hacia adelante no parecen halagüeñas



en este sentido. El mismo Gobierno está proyectando un aumento del déficit fiscal durante este y los próximos años y las presiones de ciertos académicos y políticas en favor del aumento irresponsable del gasto público cada vez adquieren mayor fuerza.

Lo dicho atrás se puede resumir de la siguiente manera: en años anteriores el país logró aumentar en forma significativa los niveles relativos de la inversión pública, contratando crédito externo y “desplazando” inversión privada. Todo esto se hizo sin incrementar los niveles generales de ahorro y de inversión. Este modelo se agotó. Su resultado fue un excesivo endeudamiento externo y una falta de dinamismo en los sectores productivos de la economía. El país se urbanizó sin que su sector industrial acrecentara su importancia relativa dentro del PIB o como fuente de generación de empleo. La inversión privada se estancó en lo que respecta a la creación de nuevas y grandes empresas. Las posibilidades de seguir sosteniendo un sector público donde 75 centavos de cada peso que pagan los contribuyentes de impuestos se destinan a cubrir los sueldos y lápices de la inoficiosa burocracia oficial⁵, aparecen cada vez más gravosas para la economía del país, más aún, cuando no se tiene acceso a fuentes nuevas e importantes de financiación externa. Los actuales y tradicionales niveles de ahorro externo aparecen demasiado bajos si se considera la elevada deuda externa y los requerimientos de integración del país con la economía internacional. Y lo curioso de todo esto es que varios de nuestros economistas y políticos lo que proponen es más gasto público, más burocracia inoficiosa y más reformas intervencionistas y desestimulantes del ahorro y de la inversión privada. (*Gráfica 1*).

V. EL PROBLEMA DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA

Se indicó atrás que el Plan de Economía Social 1987-90 contemplaba para estos años transferencias positivas de ahorro externo, especialmente por el lado del crédito externo al sector público. Este esquema implica un aumento en los niveles de endeudamiento del país, que ya sobrepasan los límites máximos que aconseja la ortodoxia. Sin embargo, en vista de la dureza de los mercados internacionales de capitales lo más probable es que estos propósitos del Gobierno no se cumplan. Ello significa que la inversión pública permanecerá estancada, a menos que sustraigan recursos adicionales del sector privado. Esto último solamente lo podría hacer el Gobierno desestimulando adicionalmente a la deprimida inversión privada.

Las autoridades económicas no le han presentado al país la verdadera dimensión del problema de su deuda pública externa. En el Cuadro 7 se aprecia la magnitud del esfuerzo que el país tendrá que realizar en el futuro para cumplir con los compromisos externos del sector público, aún suponiendo que se obtienen los recursos frescos que hoy en día aparecen tan difíciles de conseguir. De aquí hasta el año 1995 (y más allá) el país a duras penas obtendría, si bien le va, un promedio anual de desembolsos de nuevos créditos de US\$2.200 millones (y esto hoy en día parece casi imposible de obtener) y tendría que pagar un servicio anual de la deuda pública externa actualmente cercano a los US\$3.000 millones, pero que hacia 1995 fácilmente llegaría a los US\$4.000 millones. Es decir, año tras año el país tendría que desembolsar en términos netos entre US\$1.000 y US\$2.000 millones para que el sector público pueda cumplir con sus acreedores externos. (*Cuadro 7*).

La impresión que hay entre varios analistas es que el problema de la deuda pública externa se extenderá apenas durante los próximos dos años. Eso no es cierto. El Gobierno tiene la obligación de darle un tratamiento de largo plazo a este problema. Tiene que hacer proyecciones a diez o más años. Tiene que incluir en esas proyecciones el servicio de la deuda que ocasionan los nuevos préstamos que se proyectan contratar. Hasta ahora no lo ha hecho.

El punto importante es si las finanzas públicas tienen la capacidad para cancelar cada año, en términos netos entre US\$1.000 millones y US\$2.000 millones. En épocas anteriores la contribución del crédito público externo era positiva (se desembolsaban más recursos de los que se tenían que pagar). Por eso es razonable la posición de buscar otras salidas al problema de la deuda externa, diferentes de las que actualmente está siguiendo el Gobierno⁶. Estas salidas deben contemplar un horizonte de largo plazo y

CUADRO 7
CONTRIBUCION DEL CREDITO EXTERNO
A LAS FINANZAS PUBLICAS
 (US \$ Millones)

Servicio de la Deuda					
Años	Desembolsos	Intereses	Amortizaciones	Total	Contribución Neta*
1980	1018	284	258	542	476
1981	1299	402	266	668	631
1982	1291	600	226	936	355
1983	1342	565	415	980	362
1984	1764	620	562	1182	582
1985	1794	795	654	1449	345
1986	28.7	969	936	1905	902
1987	1202	1173	1255	2428	-1226
1988	2250	1251	1695	2946	-696
1989	2200	1360	2028	3388	-1188
1990	2350	1423	2046	3469	-1119
1991	2200	1542	2120	3662	-1462
1992	2200	1650	2200	3850	-1650

* Desembolsos - Servicio de la deuda.

Fuente: Banco de la República y proyecciones de La Nota Económica y del mismo Banco.

no simplemente buscar resolver el problema del próximo año o de los próximos meses.

Sin embargo, no es solución reestructurar la deuda pública externa para hacer más gasto público, como lo proponen algunos académicos y políticos. Sabemos que dada la reducida capacidad de generación de ahorro propio del Gobierno, el costo de los egresos netos de divisas para pagar el servicio de la deuda pública externa será cubierto enteramente por el sector privado, ya sea a través de mayores impuestos o una mayor inflación o mediante el desplazamiento de la inversión privada. Una refinanciación bien hecha de la deuda le daría al sector privado un mayor margen para expandirse, siempre y cuando se mantenga la disciplina fiscal. Pero si esto último no se hace, es decir, si la refinanciación se aprovecha como excusa para aumentar el radio de acción del sector público, serán pocos los beneficios en crecimiento y generación de empleo productivo que percibirán los colombianos a través de un mayor dinamismo del sector privado.

VI. LOS DILEMAS DE LOS AÑOS NOVENTA

Del análisis anterior se desprende que el motor de crecimiento económico en los próximos años deberá ser el sector privado en lugar del

sector público. Para el logro de este objetivo se requiere de un manejo ortodoxo, sobretodo en el frente fiscal, que ha demostrado ser en Colombia y en América Latina el eslabón débil de la política macroeconómica. Para tales efectos, no basta con mantener un mínimo de estabilidad en el manejo macroeconómico, o mantener unas tendencias inerciales, tal como ha sido en la práctica la política económica del actual Gobierno.

Lo primero para Colombia es actuar decididamente en el frente de la deuda pública externa. Buscar una solución de largo plazo en las negociaciones con sus acreedores internacionales. Mientras este frente no se despeje habrá una gran incertidumbre con respecto al manejo macroeconómico.

Por otro lado, no hay actualmente una política de mediano y largo plazo que le proporcione al sector privado unas "señales" claras sobre la orientación del modelo de desarrollo del país. Esta política es fundamental para el sector privado en los diferentes sectores. El actual Gobierno se ha limitado a evitar que los distintos indicadores macroeconómicos se deterioren, pero de hecho se están deteriorando. No le propuso al país avanzar en una determinada dirección, por ejemplo, hacia una economía con menor inflación, mayor estabilidad y creciente integración a los mercados internacionales. La propuesta del Gobierno ha sido la de mantener un status que no es suficiente para la solución de los problemas sociales del país.

Si se tienen en cuenta las limitaciones que enfrenta Colombia por el lado del sector externo, no parecen viables las políticas de crecer con base en estímulos artificiales de demanda interna. Con estas políticas se acentuarían los desequilibrios del frente externo. Parece, entonces, imperativo adoptar una política más agresiva de crecimiento hacia afuera. La experiencia de otros países muestra que son múltiples las ventajas de un proceso de crecimiento impulsado por las exportaciones. Una de ellas es el hecho de que una creciente y estable generación de divisas garantiza la disponibilidad de importaciones adicionales de bienes intermedios y de capital requeridos en aumentos adicionales de producción. La seguridad de que el proceso de crecimiento y de expansión de la demanda no va a ser interrumpido por una crisis de balanza de pagos y de divisas estimula la inversión productiva. Por otro lado, tiende a ser mayor la eficiencia en la utilización de los factores productivos por cuanto la orientación hacia los mercados externos permite aumentar las escalas de producción, trabajar a plena capacidad, e introducir rentablemente una serie de innovaciones tecnológicas.

Dado el alto endeudamiento externo de Colombia y la evolución previsible de los mercados internacionales de capitales, es necesario fomentar aún más la generación de ahorro interno, pues de lo contrario será imposible garantizar niveles de inversión suficientes para lograr un crecimiento

económico sostenido y para avanzar en el proceso de diversificación de exportaciones.

Serían tres, entonces, los elementos básicos en un futuro diseño de la política macroeconómica. El primero es el logro de un consenso mínimo en cuanto a la orientación del modelo económico en favor de la inversión privada como la fuente insustituible de desarrollo. El segundo es el convencimiento de que un crecimiento económico sostenido tiene que ser a través de un significativo esfuerzo de ahorro interno y de disciplina fiscal, ya que, como lo demuestra la experiencia latinoamericana, el camino ilusorio del financiamiento inflacionario del desarrollo crea más problemas de los que soluciona, especialmente por la inestabilidad que produce en el manejo macroeconómico, por las distorsiones que genera en la asignación de los recursos productivos, y por sus efectos perniciosos sobre la distribución del ingreso. Y el tercer elemento es el reconocimiento de que las exportaciones deben convertirse en el motor impulsador del crecimiento económico, para lo cual se requieren estímulos adicionales a los que actualmente se están proporcionando, acompañadas de una mayor apertura de aquellos mercados internos que hoy en día están excesivamente protegidos.

NOTAS:

1. Esta ha sido la tradición de la CEPAL. Todavía se manifiesta en los diferentes documentos que publica sobre la situación de la economía latinoamericana. Véase por ejemplo, "Crisis y Desarrollo: Presente y futuro de América Latina y el Caribe", mayo 1985.
2. La breve reseña que a continuación se hace sobre la evolución de la economía colombiana se basa en varios trabajos del autor: "Diez Años de Política Económica Colombiana", Mimeo, trabajo realizado para el Banco Mundial, Junio de 1986; y "Foreign Investment and Industrial Development in Colombia", Mimeo, proyecto de investigación del OECD Development Centre, octubre 1988.
3. Para quien quiera profundizar en los detalles del proceso de ajuste ver Roberto Junguito Bonnet, Memorias del Ministro de Hacienda (Julio 1984 - Septiembre 1985), Banco de la República, Departamento Editorial, 1986.
4. Para las proyecciones del ahorro y la inversión durante 1987-90, véase Departamento Nacional de Planeación, Plan de Economía Social y Desarrollo en Colombia: Resultados y Perspectivas", Septiembre 16 de 1988.
5. Estimativos sobre el costo de la burocracia oficial en Jorge Ospina Sardi, Hacia un nuevo esquema de Intervención del Estado, CIPE y Fundación Respuesta, pp. 24-7, 1987.
6. La propuesta de cambiar de esquema de negociación de la deuda externa provino inicialmente del Partido Conservador hace más de dos años y fue mal recibida por el propio Gobierno. Tampoco tuvo acogida en instituciones como Fedesarrollo (Véase José Antonio Ocampo y Eduardo Lora, Colombia y la Deuda Externa, Tercer Mundo y Fedesarrollo, mayo 1988). Posteriormente, varios de quienes inicialmente se oponían han replanteado su posición.

BIBLIOGRAFÍA

- * Banco Mundial, "Colombia: Country Economic Memorandum", Octubre 15 de 1987, p. 54.

EL IMPACTO FISCAL DEL MANEJO MONETARIO

Mauricio Cabrera Galvis *

"La dificultad reside no en las ideas nuevas sino en escapar de las viejas que entran rondando hasta el último pliegue del entendimiento de quienes se han educado en ellas, como la mayoría de nosotros".

Prefacio a la Teoría General
J.M. Keynes

Colombia realizó en los últimos años un intenso programa de ajuste macroeconómico cuyos resultados no han sido suficientemente analizados, ni entendidas en profundidad sus consecuencias. Junto con el ajuste de la balanza de pagos y del sector externo, el otro campo donde se han obtenido resultados de singular trascendencia es el de la política fiscal, donde mediante exitosas reformas tributarias y drásticos controles del gasto público, se han logrado corregir los profundos desequilibrios que caracterizaban el desempeño de las finanzas públicas a comienzos de la presente década. Tan significativos son los logros alcanzados, que sí ha sido posible plantear la propuesta de introducir en la Reforma Constitucional la prohibición de financiar al sector público con crédito del Banco de la República.

No obstante los éxitos alcanzados, las "viejas ideas" continúan predominando en el ámbito de la opinión pública, y para el ciudadano promedio y aún para muchos expertos el déficit fiscal continúa siendo la causa de casi todos los males de la economía: De acuerdo con los modelos económicos propios de la teoría clásica, al déficit fiscal se le asigna la responsabilidad casi total de la expansión monetaria y, siguiendo la lógica de estos mismo modelos, la inflación también sería producida por este déficit. Alternativamente, cuando se trabaja con modelos más propios de economías abiertas se imputa al déficit fiscal la responsabilidad de los déficits en la balanza de pagos y por lo tanto de la caída en las reservas

* Versión revisada de la ponencia presentada en el Simposio de Mercado de Capitales organizado por la Asociación Bancaria de Colombia, Cali, noviembre de 1988.

internacionales de un país. En uno u otro escenario el exceso de gasto público también produce una asignación ineficiente de recursos y compite y desaloja a la inversión privada; la receta es por lo tanto simple: hay que reducir el gasto público para alcanzar la estabilidad económica y el crecimiento sostenido.

En la opinión pública colombiana, por otra parte, se continúa repitiendo que el déficit fiscal es la causa de la aceleración de la inflación, y la causa de las altas tasas de interés (pues se afirma que la presión que ejercen sobre las tasas de interés las operaciones de mercado abierto, se debe a la necesidad de compensar la expansión monetaria que produce el sector público). También al impacto monetario del sector público se han atribuido fenómenos tales como el alto nivel de encajes y las restricciones que afectan al sistema bancario. Inclusive algunos analistas han llegado a responsabilizar al déficit fiscal de la crisis de la deuda externa.

Sorprende en el caso colombiano la difusión y permanencia de estos modelos, no sólo cuando la realidad misma del país ha cambiado, sino cuando a escala mundial se está siendo testigo de una prolongada recuperación económica originada precisamente en un déficit fiscal de los Estados Unidos, cuyas proporciones sin lugar a dudas son las mayores que registra la historia económica reciente. Tal difusión y permanencia sirve para comprobar otra hipótesis Keynesiana según la cual "los hombres prácticos, que se creen exentos por completo de cualquier influencia intelectual, son generalmente esclavos de algún economista difunto"¹.

El propósito del presente trabajo es ofrecer una visión alternativa a esta "sabiduría popular" predominante, no en el campo teórico y de los modelos económicos, sino en el campo práctico referido a la realidad concreta de la economía colombiana de los últimos años. La tesis central que se pretende demostrar es que en Colombia, a partir de 1985, el déficit fiscal no ha sido la causa de la expansión monetaria, ni de sus supuestas consecuencias en materia de inflación y tasas de interés, así como tampoco ha sido la razón de ser de las restricciones aplicadas al sistema financiero.

Por el contrario, se tratará de demostrar como en este período las operaciones de tesorería del Gobierno Central han sido inclusive instrumentos de contracción monetaria, a la vez que el presupuesto nacional ha cargado con los costos de las operaciones realizadas para reducir el medio circulante (operaciones en el mercado monetario). Se demostrará también como el sector público descentralizado tampoco ha sido fuente de emisión primaria, y cómo sus efectos monetarios han sido mucho más reducidos de lo que se afirma ordinariamente. En una palabra se trata de mostrar que los resultados del programa de ajuste macroeconómico han sido tan exitosos en materia de política fiscal, que en la actualidad ya no cabe hablar

del costo monetario del manejo fiscal, sino por el contrario del impacto fiscal del manejo monetario.

Para sustentar estas afirmaciones el trabajo se organiza en cinco secciones además de esta introducción:

- La primera sección se dedica a analizar la evolución de los principales indicadores fiscales, para constatar la asombrosa mejoría que presentan a partir de 1984 con la adopción del programa de ajuste: en particular la reducción que presenta el déficit fiscal del sector central.

- En la segunda sección se estudian las formas como se ha financiado este déficit reducido: Crédito Interno, Externo y Emisión Monetaria, para analizar el impacto macroeconómico que han tenido cada una de ellas.

- En la tercera sección se amplía el espacio del análisis para incluir al sector descentralizado, en particular al FODEX, y precisar el grado de responsabilidad que ha tenido en estos años sobre la expansión monetaria.

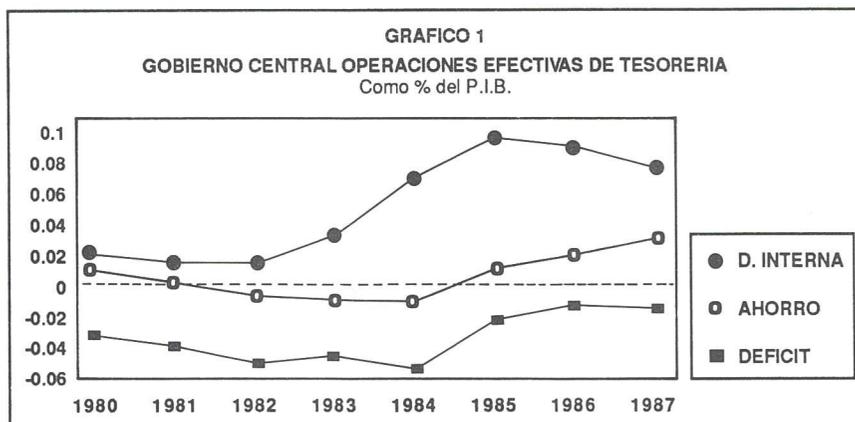
- La cuarta sección presenta de manera rápida unas proyecciones simples del futuro de las Finanzas del sector central, con el propósito de examinar si la mejoría conseguida hasta el presente es transitoria, o si existe la posibilidad de continuar con la misma tendencia en los años futuros.

- Finalmente la quinta sección muestra como el déficit del sector público se ha inflado artificialmente a partir de 1983 con las modificaciones introducidas al manejo de la Cuenta Especial de Cambios y en consecuencia se presenta una propuesta de modificación a este manejo que permita una contabilización más apropiada del déficit y a la vez un manejo de las finanzas públicas totalmente independiente de la emisión monetaria.

I. LA CRISIS ECONÓMICA Y EL AJUSTE FISCAL

La existencia de una profunda crisis económica en Colombia al principio de la década de los 80 es un hecho que ya es generalmente reconocido: recesión económica, aumento del desempleo, desequilibrio en la balanza de pagos, pérdida de reservas internacionales y, por supuesto, el creciente déficit fiscal. El debate sobre las causas y los orígenes de esta crisis ha sido amplio, y no es el propósito de este artículo contribuir a él. Dentro del ámbito restringido de los aspectos fiscales de la crisis, se trata tan sólo de presentar algunas cifras de indicadores que permitan apreciar la profundidad y extensión de la crisis fiscal, así como el alcance de la acelerada recuperación que se produjo en la segunda mitad de la década.

El Cuadro número 1 muestra un primer grupo de indicadores desarrollados siguiendo la metodología empleada por la Contraloría General de la República para el análisis de las finanzas del sector central. Los conceptos



básicos que se emplean son el de ahorro corriente definido como la diferencia entre los ingresos ordinarios y los gastos corrientes de caja del Gobierno Central, el de déficit de caja, definido como el anterior menos los pagos de inversión realizados por el Gobierno Central, y el déficit efectivo de operaciones (D.E.F.) que es igual al anterior menos los pagos de amortización de deuda y de papeles colocados por el Gobierno Central. El cuadro 1 presenta un resumen de las cifras más relevantes, y el Gráfico 1 los principales indicadores. (*Gráfico 1*).

El ahorro corriente, (línea intermedia del Cuadro 1) que mide la capacidad de una entidad de financiar sus gastos de inversión con recursos propios, era positivo en el caso del Gobierno Central al iniciar la presente década: en efecto, en 1980, su monto se aproximaba a los \$10.000 millones y alcanzaba para financiar un poco más del 20% de la inversión del sector público central. En 1981 ya prácticamente desapareció y a partir de 1982 comenzó a ser negativo, llegando a representar casi un 1% del producto interno bruto en 1984.

Esta tendencia decreciente de la generación interna de recursos, junto con el rápido crecimiento de la inversión que duplicó su valor nominal entre 1980 y 1982, tuvo como consecuencia un rápido crecimiento del D.E.F. el cual pasó de ser el 3.2% del PIB en 1980 al 5% en 1982. (línea inferior, Cuadro 1). En 1983 el drástico control de los gastos de inversión permitió mantener el déficit fiscal en un porcentaje cercano al 5% del PIB. Pero en 1984, ante el notable incremento de las amortizaciones de la deuda del sector central (específicamente la amortización de los TAN colocados en 1983) el déficit efectivo de operaciones del Gobierno Central alcanzó su punto máximo al ubicarse en un 5.6% del PIB. (*Cuadro 1*).

Aunque el Gobierno comenzó a adoptar medidas de ajuste desde finales

CUADRO 1
GOBIERNO CENTRAL - Déficit Efectivo de Operaciones
1980-1987
(\$ Millones)

CONCEPTOS	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
1. Ingresos ordinarios de caja*	131.055	154.925	196.526	236.230	296.967	437.912	638.698	911.155
2. Gastos corrientes de caja	121.362	153.828	210.986	262.917	330.192	384.559	513.704	692.135
3. Ahorro corriente (1-2)	9.693	1.097	-14.460	-26.687	-33.225	53.353	124.994	219.020
4. Inversión efectiva (caja)**	41.956	61.166	80.118	81.754	95.141	111.793	128.619	191.852
5. Déficit de caja (3-4)	-32.263	-60.069	-94.578	-108.441	-128.366	-58.440	-3.625	27.168
6. Pagos de amortización deuda	10.794	11.989	17.575	19.225	29.969	48.756	81.397	147.117
7. Costos de papeles***	7.437	11.587	11.584	20.593	56.866	1.134	0	0
8. D.E.F. (5-6-7)	-50.494	-83.645	-123.737	-148.259	-215.201	-108.330	-85.022	-119.949
P.I.B.	1.579.130	1.982.773	2.497.298	3.054.137	3.856.584	4.965.883	6.701.425	8.825.777
Ahorro Corriente / P.I.B.	0.6%	0.1%	-0.6%	-0.9%	-0.9%	1.1%	1.9%	2.5%
D.E.F. / P.I.B.	-3.2%	-4.2%	-5.0%	-4.9%	-5.6%	-2.2%	-1.3%	-1.4%

* Para efectos comparativos se excluye la parte no tributaria de la Cuenta Especial de cambios.

** En 1984 incluye \$12599 millones correspondientes a la monetización del crédito del Chemical Bank.

*** En el período 80-83 comprende los costos de operaciones de mercado abierto, cargados al presupuesto nacional; en 1984 los costos por amortización de los TAN, financiada con emisión de B de R (y luego convertida en deuda pública - Ley 34 / 84).

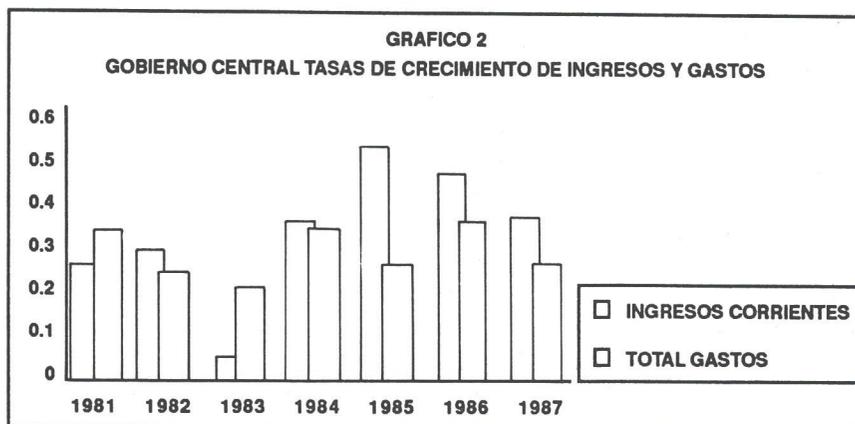
Fuente: Contraloría General de la República. Informe 1987.

de 1982, tales como un control estricto de los gastos y la búsqueda de nuevos ingresos a través de sucesivas reformas tributarias, fue sólo a partir de 1985 cuando empezaron a notarse de manera significativa los resultados del programa de ajuste. En efecto, en este año el ahorro corriente no sólo volvió a ser positivo, sino que el monto de recursos neto generado por el Gobierno Central (más de \$53.000 millones), alcanzó para financiar cerca del 50% de la inversión pública de ese año y representó más del 1% del PIB, es decir una cifra más alta que la registrada a comienzos de la década. La tendencia continuó en los dos años siguientes, de forma tan acelerada que en 1987 el monto del ahorro corriente del Gobierno Central fue superior al de los pagos de inversión, de manera que por primera vez en muchos años se llegó a tener un superávit de caja, y el déficit efectivo de operaciones se produjo tan sólo por el rápido incremento de las amortizaciones de deuda externa. De todas maneras, en este año el ahorro corriente llegó a representar 2.5% del PIB, y la reducción del déficit efectivo de operaciones de tesorería condujo a que este sólo representara un 1.4% del PIB, es decir una cuarta parte de lo que había llegado a representar tres años antes. En pesos constantes, descontando el efecto de la inflación, el D.E.F. pasó a ser de \$ 215.000 millones en 1984 a sólo \$54.000 millones en 1987, es decir, una reducción del 74%.

La explicación de esta evolución de los indicadores fiscales, tanto de su deterioro como de su mejoría, es obvia y se encuentra en el comportamiento de los ingresos y los gastos del Gobierno Central, tal como se puede visualizar en el Gráfico 2. Entre 1980 y 1983 los ingresos corrientes del Gobierno (sin incluir los no tributarios de la Cuenta Especial de Cambios) crecieron a un ritmo del 20% anual, mientras los egresos corrientes lo hicieron a una tasa promedio del 27% anual; este desfase es la causa inmediata del acelerado crecimiento del déficit fiscal. Por el contrario, después de 1983 con las sucesivas reformas tributarias adoptadas por el Gobierno, y el estricto control de los gastos, se produjo una situación en la cual los ingresos registraron una tasa de crecimiento promedio de 44% entre 1984 y 1987, mientras que en los mismos años los gastos corrientes tan sólo se incrementaron a un 31% anual. (*Gráfico 2*).

La conclusión inmediata que se aprecia de manera intuitiva en los gráficos y que es perfectamente sustentada por las cifras, es que el programa de ajuste desarrollado por el Gobierno para hacer frente a la crisis económica de principios de la década fué totalmente exitoso en materia de política fiscal, produciendo una acelerada recuperación de las Finanzas Públicas sin paralelo en ningún otro país Latinoamericano.

Existe otro conjunto de indicadores que permite observar la misma situación de la forma más clara, utilizando la metodología de la progra-



mación financiera del FMI, con la cual se puede analizar las operaciones efectivas del sector central y medir el déficit económico del Gobierno. El concepto de déficit económico que corresponde a la diferencia entre los ingresos corrientes del Gobierno y los pagos totales, incluyendo los de inversión, es más preciso desde el punto de vista económico que el D.E.F., en la medida en que los pagos por amortizaciones de Deuda Interna o Externa no se incluyen en la cuantificación del déficit de un período, lo cual es correcto toda vez que corresponden a la financiación de períodos anteriores. De acuerdo con esta metodología, y según se aprecia en el Cuadro 2, el déficit económico del Gobierno Central ascendía a \$166.000 millones en 1984, cifra que representaba el 4.3% del PIB. Las medidas de ajuste ya comentadas redujeron este déficit hasta un monto de \$41.000 millones en 1987, menos del 0.5% del PIB. En pesos constantes el valor del déficit en este año fue sólo \$18.000 millones, es decir una reducción de casi el 90% entre 1984 y 1987. Con diferente metodología, la conclusión es idéntica: el programa de ajuste fue exitoso en lo que se refiere a la reducción del déficit fiscal. (*Cuadro 2*).

II. LA FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT Y SU IMPACTO MACROECONÓMICO

A pesar de haber disminuído en forma sustancial, el hecho es que ha continuado existiendo un déficit fiscal, y por lo tanto el Gobierno ha debido buscar fuentes de financiación, que no son otras que el crédito externo o el crédito interno; este último a su vez puede provenir de recursos de emisión del Banco Central (crédito monetario) o de recursos de

CUADRO 2
OPERACIONES EFECTIVAS DEL SECTOR CENTRAL
1984-1988

	(\$ Miles de Millones)					Variaciones %			
	1984	1985	1986	1987	1988(*)	85 / 84	86 / 85	87 / 86	88 / 87
I. INGRESOS CORRIENTES	307.6	446.5	655.5	935.3	1.224.0	45.2	46.8	42.7	30.9
II. PAGOS TOTALES	474.2	578.3	745.5	977.0	1.353.3	22.0	28.9	31.1	38.5
1. Funcionamiento	334.7	382.1	497.1	652.6	875.3	14.2	30.1	31.3	34.1
2. Intereses	36.8	49.6	68.1	115.2	158.3	34.8	37.3	203.5	37.4
3. Inversión	83.2	141.0	148.9	206.7	282.2	69.5	5.6	-98.3	36.5
4. Préstamos entidades	19.5	5.6	31.4	2.5	37.5	-71.3	460.7	-92.0	n.a.
III. DEFICIT (II-I)	-166.6	131.8	-90.0	-41.7	-129.3	-20.9	-31.7	-53.7	210.1
IV. FINANCIAMIENTO	166.6	131.8	90.0	41.7	129.3	-20.9	-31.7	-53.7	210.1
1. Crédito Externo Neto	25.8	48.5	101.8	-29.5	128.7	88.0	109.9	-129.0	n.a.
Desembolsos	48.9	85.8	169.6	101.2	326.4	75.5	97.7	-40.3	222.5
Amortizaciones	23.1	37.3	67.8	130.7	197.7	61.5	81.8	92.8	51.3
2. Crédito Interno Neto	140.8	83.3	-11.8	71.2	0.6	-40.8	-114.2	n.a.	-99.2
1. No Monetario (1)	8.7	49.8	58.2	31.4	46.3	472.4	16.9	-46.0	47.5
2. Monetario	132.1	33.5	-70.0	39.8	-45.7	-74.6	-309.0	n.a.	-214.8
+ Cupos B. de R.	139.4	57.6	71.7	55.0	0.0	-58.7	24.5	-23.3	-100.0
- Variación Depósitos	7.3	24.1	141.7	15.2	45.7	230.1	488.0	-89.3	n.a.
INDICADORES (%)									
1. Déficit / Pagos	35.13%	22.79%	12.07%	4.27%	9.55%				
2. DEFICIT / PIB	-4.32%	-2.65%	-1.34%	-0.47%	-1.12%				
3. C. Monetario / Base (t-1)	47.74%	10.23%	-16.98%	7.53%	-6.57%				

Fuente: D.N.P.

(*) Proyectado

(1) Incluye TAN, Crédito Fondo Nal. Café y Bonos.

ahorro interno captados en el mercado doméstico de capitales (crédito no monetario).

Entre 1984 y 1988 el déficit total del Gobierno Central ascendió a \$560.000 millones, de los cuales el 49% (\$275.000 millones) fue financiado con recursos de crédito externo, y el 51% restante con recursos de crédito interno. Entre las fuentes de crédito interno, el Gobierno Central captó \$194.000 millones de ahorradores internos (34%) mientras que acudió al Banco de la República por créditos netos por un valor cercano a los \$89.000 millones que representaron el 16% del total de la financiación en este período.

El impacto financiero y macroeconómico de esta financiación puede analizarse desde tres perspectivas distintas: en primer lugar conviene estudiar el impacto monetario de los créditos de emisión otorgados por el Banco de la República al Gobierno Central. En segundo lugar debe analizarse el impacto que sobre el mercado doméstico de capitales ha tenido la captación de recursos del ahorro interno por parte del Gobierno Central. Finalmente debe ser objeto de análisis la evolución de la situación de endeudamiento del Gobierno Central para determinar si la financiación del déficit durante estos años ha empeorado sus indicadores de endeudamiento.

A. DÉFICIT Y OFERTA MONETARIA: DE LA EXPANSIÓN A LA CONTRACCIÓN.

La financiación del déficit fiscal con recursos de expansión monetaria fue muy importante en 1984 pero después de este año, gracias a los resultados del programa de ajuste, pasó a tener una importancia muy secundaria dentro del conjunto de las finanzas públicas. Los créditos brutos recibidos por el Gobierno Central del Banco de la República con el propósito de financiar el déficit fiscal ascendieron entre 1984 y 1988 a \$351.000 millones, los cuales se discriminan a continuación: (Tabla).

	(\$ Millones)
1984	
•Crédito extraordinario de Reactivación Económica (Ley 12 / 83)	24.000
•Crédito Sustitución F.I.P. (Ley 34 / 84)	35.000
•Cupo Extraordinario Tesorería (Ley 34 / 84)	45.517
• Préstamo F.I.P.	18.738
•Crédito Garantía TAN	53.443
TOTAL 1984	176.698
1985	
•Crédito Garantía TAN	45.000
TOTAL 1985	4.828
1986	
•Crédito Ley 7 / 86	70.000
TOTAL 1986	70.000
1987	
•Crédito Ley 45 / 87	55.000
TOTAL 1987	55.000

La cifra de \$351.000 millones no representa sin embargo el impacto monetario del déficit fiscal, por cuanto a lo largo de estos mismos años la Tesorería General de la República fue acumulando depósitos y disponibilidades en el Banco de la República por un valor de \$188.000 millones hasta diciembre de 1987, y se espera que en el presente año se acumulen otros \$45.700 millones, montos que incluyen los créditos externos del Gobierno Central que ya han sido desembolsados pero que están pendientes de utilización. Descontando esta variación de depósitos, el crédito neto recibido por el Gobierno Central del Banco de la República entre 1984 y 1988 asciende a \$118.000 millones, cuantía que representa cerca del 20% del incremento de la base monetaria en los mismos años.

Si tomamos en consideración únicamente el período 1985 - 1988, es decir después de la aplicación de las medidas del programa de ajuste, se obtiene una situación distinta, por cuanto el crédito bruto otorgado por el Banco de la República asciende a \$175.000 millones, mientras que la variación de depósitos y disponibilidades de la Tesorería (según cifras del DNP) llega a la suma de \$205.000 millones. En otras palabras, en el agregado de los últimos cuatro años la Tesorería General de la República tiene un efecto monetario contraccionista en una cuantía de \$50.000 millones.

Las cifras del Cuadro 3, presentadas visualmente en el Gráfico 3, permiten evaluar el impacto monetario de estas operaciones de crédito. Lo primero que se aprecia es como efectivamente en el año de 1984 la financiación del déficit del Gobierno Central fue realizada prácticamente en su totalidad con recursos de emisión, razón por la cual los créditos netos otorgados por el Banco de la República a este sector representaron cerca del 48% de la base monetaria del año inmediatamente anterior, o 260% del crecimiento registrado en ese mismo año. Este impacto fue compensado parcialmente por un incremento en las operaciones del Banco de la República en el mercado monetario y sobre todo por la drástica caída en las reservas internacionales que se experimentó en dicho período. (*Cuadro 3*) (*Gráfico 3*).

Después de 1984, la situación cambió radicalmente. En el año siguiente el monto del crédito neto recibido por la tesorería tan sólo representó el 10% del saldo de la base monetaria de diciembre 1984, y ya para 1986 las operaciones de la tesorería tuvieron un carácter contraccionista por el gran volumen de recursos depositados en el Banco de la República, los cuales provinieron en buena parte de los créditos externos desembolsados a lo largo de ese año, y de los mejores ingresos producidos por la reforma tributaria y la bonanza cafetera. En 1987 el Gobierno Central volvió a tener un impacto de expansión monetaria, pero otra vez muy moderado

CUADRO 3
BASE MONETARIA
FACTORES DE EXPANSION O CONTRACCION
 (\$ Millones)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988*
BASE MONETARIA	276.728	327.461	412.305	528.634	695.094	638.903
A. CRECIMIENTO BASE		50.733	84.844	116.329	166.460	-56.191
OPERACIONES MERCADO MONETARIO						
Títulos Participación	3.488	2	1	80.130	126.485	123.308
Títulos Canjeables **	10.334	26.878	11.709	76.812	44.437	132.572
Certificados de Cambio	20.184	30.394	72.564	34.809	19.631	21.948
TOTAL O.M.M.	34.006	57.274	84.274	191.751	190.553	277.828
B. CRECIMIENTO O.M.M.		23.268	27.000	107.477	-1.198	87.275
C. CREDITO NETO TESORERIA		132.100	33.500	-70.000	39.800	-62.835
CRECIMIENTO BASE (%)		18.3%	25.9%	28.2%	31.5%	-8.1%
B / A (t-1)		-8.4%	-8.2%	-26.1%	0.2%	-12.6%
C / A (t-1)		47.7%	10.2%	-17.0%	7.5%	-9.0%

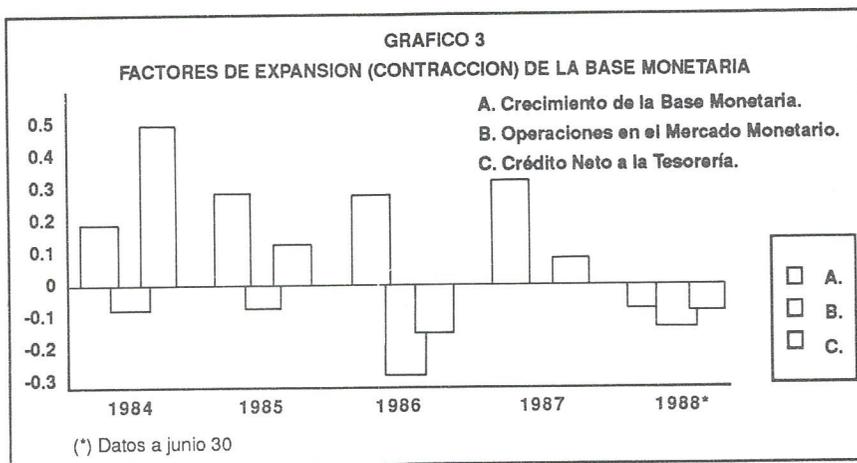
Fuente: Banco de la República.

* Datos a junio 30

** No incluye títulos adquiridos por el sector público para diferir monetización de créditos externos.

dado que el crédito neto recibido tan sólo representó un 7.5% del saldo de la base a diciembre de 1986, o un 24% del crecimiento de la base en 1987. Finalmente en 1988 se espera que la tesorería vuelva a ser contraccionista, de nuevo por el excelente comportamiento de los ingresos tributarios que le ha permitido no utilizar el crédito de \$55.000 millones autorizado por el Congreso en la Ley 43 / 87 y aún más, incrementar el valor de sus depósitos y disponibilidades en el Banco Central.

Otro aspecto interesante que se deriva del análisis de las cifras del Cuadro 3 es la evolución de las operaciones del Banco de la República en el mercado monetario (O.M.M.). Como ya se mencionó, en 1984 y también en 1985 las O.M.M. contribuyeron a compensar parcialmente el impacto expansionista del déficit fiscal, en cuantía de \$23.000 y \$27.000 millones para cada uno de estos años respectivamente, montos que representaban cerca del 8% del saldo de la base monetaria a diciembre del año inmediatamente anterior. Fue, sin embargo, en el año de 1986 cuando el Banco de la República intensificó de manera importante su actividad de captación de recursos en el mercado monetario, especialmente los provenientes de los excesos de liquidez generados por la bonanza cafetera. En efecto, en este año el crecimiento de las O.M.M. superó los \$107.000 millones, cifra que equivalía al 26% del saldo de la base monetaria en



1986. El hecho significativo es que este notable incremento de las operaciones en el mercado monetario se produjo precisamente en un año en que el Gobierno Central fue contraccionista, y por lo tanto se contradice claramente la idea de que la intervención del Banco de la República en el mercado monetario se dirige a compensar los supuestos efectos expansionistas del déficit fiscal.

En 1987 el monto de las O.M.M. permaneció prácticamente constante, mientras que en 1988 se espera que vuelvan a tener un incremento importante (unos \$87.000 millones) que equivaldrá a un 12.6% con respecto al saldo de la base monetaria en diciembre de 1987. De nuevo en el presente año se producirá un fenómeno similar al de 1986, es decir se intensifican las captaciones de recursos por parte del Banco de la República con el propósito de esterilizar medio circulante en un período en que también la Tesorería General de la República está contribuyendo a la contracción monetaria.

Para resumir, son dos las principales conclusiones que se obtienen del análisis de las relaciones entre el déficit fiscal y la oferta monetaria. En primer lugar si bien es cierto que en 1984 la financiación del déficit fiscal tuvo un claro y notable impacto de expansión monetaria, a partir de 1985 y gracias a las medidas de ajuste adoptadas, el impacto monetario del déficit fiscal no sólo disminuyó sensiblemente, sino que en dos años (1986 y 1988) llegó a ser inclusive contraccionista; más aún, en el monto agregado del período 1985-1988, el resultado neto de las operaciones de la Tesorería General de la República ayudó a controlar el crecimiento de la oferta monetaria.

En segundo lugar es evidente que la intervención del Banco de la República en el mercado monetario con el fin de esterilizar medio circulante se produjo con el propósito de contrarrestar factores de expansión monetaria diferentes al déficit del Gobierno Central, toda vez que en los años en que se da un mayor crecimiento de estas O.M.M. son aquellos años en los cuales las operaciones del Gobierno Central también contribuyen a la contracción de la base monetaria. Como se verá más adelante este hecho cuestiona la razón que se ha aducido para justificar que el presupuesto nacional tenga que cubrir los costos de las operaciones del Banco de la República en el mercado monetario.

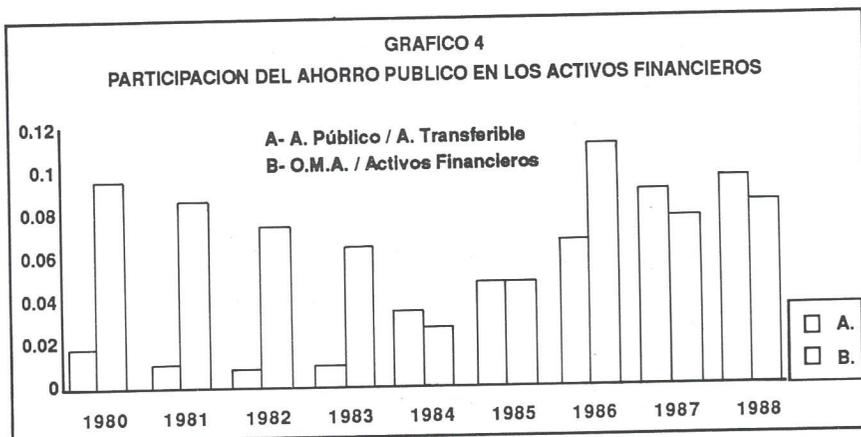
B. EL IMPACTO DEL DÉFICIT FISCAL SOBRE EL AHORRO INTERNO

Si la mayor parte de la financiación interna del déficit fiscal entre 1984 y 1988 se ha hecho, como se ha visto, con recursos no monetarios, podría llegar a afirmarse que el impacto del déficit fiscal se ha producido fundamentalmente sobre el mercado de capitales interno por la competencia que representa respecto de los recursos del ahorro interno, produciéndose fenómenos tales como el "crowding out" o la presión al alza sobre las tasas de interés. Como en el caso del supuesto impacto expansionista del déficit fiscal, en el período 1984-1988 este déficit tampoco ha tenido efectos negativos sobre el —mercado financiero, ni sobre la captación del ahorro interno.

De las cifras del Cuadro 2 podemos recordar como la financiación interna no monetaria del déficit fiscal en estos años ha ascendido a unos \$194.000 millones discriminados de la siguiente manera:

• Préstamo Fondo Nacional del Café 1986:	\$22.000.000
• Bonos de Financiamiento Presupuestal 1985:	\$14.700.000
• Emisión de TAN:	\$158.700.000

Si bien estas obligaciones representaban en Junio de 1988 aproximadamente el 6% del ahorro transferible, mientras que en 1983 los distintos papeles colocados por el sector público tan sólo representaban el 1.2% de este ahorro, no debe olvidarse que los tres instrumentos de captación utilizados por el Gobierno Central no son de carácter totalmente voluntario que compitan con los demás activos del mercado financiero. En efecto, es conocido que la suscripción de bonos de financiación presupuestal fue una obligación cuasi-tributaria impuesta por ley a los grandes contribuyentes en el año de 1985, y el crédito otorgado por el Fondo Nacional del Café en 1986 fue el producto de la negociación sobre la distribución



de los beneficios de la Bonanza Cafetera de este año, y tuvo por lo tanto un carácter de inversión forzosa.

Por su parte los Títulos de Ahorro Nacional sí son en teoría instrumentos de captación que fueron diseñados para ser colocados entre el público en general, pero en la realidad más del 85% de los títulos colocados han sido suscritos como inversión forzosa por entidades públicas. En otras palabras el Gobierno Central no está compitiendo con este instrumento por los ahorros del sector privado, sino utilizando un mecanismo para efectuar transferencias entre los distintos sub-sectores del sector público de manera que produzca una utilización más eficiente de los excesos de liquidez de las entidades públicas superavitarias.

Esta explicación de las captaciones del Gobierno Central, no cubre sin embargo todo el incremento que ha tenido la participación del ahorro público en los activos financieros, tal como aparece en el Gráfico 4; la columna negra que representa el porcentaje de participación de los instrumentos de ahorro del sector público dentro del total de activos financieros muestra un rápido crecimiento desde el 1.2% en 1983 hasta cerca del 10% en 1988, y de esta última cifra tan sólo el 6% es explicado por el comportamiento de los TAN como se vió en el párrafo anterior. (Gráfico 4).

El 4% restante corresponde en su totalidad a las captaciones de excedentes de liquidez del Fondo Nacional del Café y de entidades como Ecopetrol y Telecom a través de los títulos de regulación de excedente cafetero (TREC) y los títulos de regulación del excedente nacional (TREN) que ha emitido el Banco de la República con este propósito. El uso de estos recursos como es conocido, ha sido el de financiar al Fodex y al Fondo de Garantías de Instituciones Financieras. De nuevo se trata

CUADRO 4
ACTIVOS FINANCIEROS
(\$ Millones)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
AHORRO TRANSFERIBLE	331.007	498.553	694.154	868.982	1.101.781	1.396.123	1.888.398	2.598.463	3.190.080
Sector Privado	325.076	492.717	689.271	858.576	1.065.627	1.333.211	1.767.641	2.356.127	2.878.180
Sistema Bancario 1 /	203.178	293.714	409.759	465.087	590.117	729.666	977.660	1.307.484	1.605.602
Corporaciones Financieras 2 /	16.514	31.754	43.309	52.112	65.329	77.890	96.287	89.679	129.597
Corp. de Ahorro y Vivienda 3 /	70.391	110.484	155.674	231.021	278.811	400.147	552.987	705.123	827.335
Cias. de Financiamiento 4 /	11.864	27.144	44.336	51.612	61.899	72.405	86.508	121.633	169.619
Otros 5 /	23.129	29.621	36.193	58.744	69.471	53.103	54.199	132.208	146.027
Sector Público	5.931	5.836	4.883	10.406	36.154	62.912	120.757	242.336	311.900
Bonos de Desarrollo Económico	4.894	4.718	3.347	2.723	465	289	0	0	0
Certificado de Abono Tributario	1.037	1.118	1.536	1.522	3.195	3.828	0	0	0
Títulos de Ahorro Nacional	0	0	0	0	26.391	49.003	107.534	141.866	158.710
TREC Y TREN	0	0	0	0	0	0	0	87.297	130.863
C.E.V. 6 /	0	0	0	6.161	6.103	9.792	13.223	13.173	22.327
AHORRO NO TRANSFERIBLE	34.920	46.363	51.164	57.047	33.295	65.789	228.810	204.735	277.828
Certificados de Cambio	13.188	14.861	21.104	20.578	19.441	57.384	29.711	35.218	21.948
Títulos Canjeables	7.322	7.060	14.714	22.982	13.845	8.403	77.128	76.078	132.572
Títulos de Participación	14.410	24.442	15.346	13.487	9	2	121.971	93.439	123.308
TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS	365.927	544.916	745.318	926.029	1.135.076	1.461.912	2.117.208	2.803.198	3.467.908

Fuente: Revista Banco de la República y Situación Monetaria y Cambiaria.

1 / Incluye Cuentas Corrientes, Ahorros y CDT. —Incluye Caja Agraria y Caja Social de Ahorros.

2 / Incluye CDT y Bonos.

3 / Incluye Cuentas, Certificados y Depósitos Ordinarios.

4 / Incluye Documentos por Pagar.

5 / Incluye Cédulas Hipotecarias.

6 / Incluye TER.

de un mecanismo de transferencias intrasectoriales que en la medida que tiene el carácter de inversión cuasi-forzosa y con tasas de interés reguladas, no compite directamente con los otros instrumentos del mercado financiero, ni significa una presión al alza de las tasas de interés.

La conclusión es obvia: la financiación del déficit del sector central a través de instrumentos de captación de ahorro interno entre 1984 y 1988 no ha tenido las repercusiones negativas sobre el mercado financiero doméstico que se presumen en los análisis teóricos; tampoco la ha tenido la emisión de otros títulos oficiales como los TREC y los TREN, a pesar de que en su conjunto estos títulos han llegado a representar cerca del 10% del ahorro transferible de la economía.

Otro aspecto que merece la pena ser analizado, y que también aparece claramente en el Gráfico 4, es la evolución de la participación de las operaciones en el mercado monetario dentro del total de activos financieros del país: a principios de la década los distintos títulos emitidos por el Banco de la República con el propósito de congelar dinero representaban cerca del 10% del total de activos financieros, porcentaje que fue disminuyendo hasta llegar a un mínimo de 3% en 1984, para volver a incrementarse a partir de este año hasta llegar al nivel del 8% en junio de 1988. A diferencia de las captaciones del Gobierno Central, los títulos emitidos por el Banco de la República sí constituyen competencia directa de los ahorros del sector privado, y en la medida en que tienen que ofrecer rentabilidades atractivas para los ahorradores, pueden llegar a constituirse en elemento de presión sobre las tasas de interés, pero el análisis de estos fenómenos va más allá del objetivo del presente trabajo. Para nuestros propósitos lo que es importante recalcar es la conclusión del acápite anterior donde se estableció claramente la independencia entre la realización de operaciones de mercado monetario y los supuestos efectos monetarios del déficit fiscal, razón por la cual puede afirmarse que entre 1985 y 1988 tampoco se produjeron efectos indirectos negativos del déficit fiscal sobre el mercado de capitales doméstico.

C. EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DEL GOBIERNO CENTRAL

Si bien es cierto que la financiación del déficit fiscal se ha logrado hacer de manera tal que se han minimizado sus efectos sobre la política monetaria y financiera, no es menos cierto que los déficits que han existido, especialmente antes de la aplicación del programa de ajuste fueron de tamaño significativo, y su financiación llevó a incrementar el endeudamiento global del Gobierno Central. Conviene por lo tanto analizar cuál

ha sido la evolución de la deuda pública del sector central, con el fin de evaluar la capacidad de endeudamiento del Gobierno y su capacidad de pago. Las cifras de los Cuadros 5 y 6 así como el Gráfico 5 nos ayudarán en este propósito. (*Cuadros 5 y 6*) (*Gráfico 5*).

El saldo de la deuda del Gobierno Central presenta un acelerado crecimiento en lo que va corrido de la década: de un monto de \$134.000 millones de pesos en diciembre de 1980 se elevó a \$1.758.000 millones al finalizar 1987, es decir se multiplica por trece veces con un crecimiento promedio anual del 44%, muy por encima del índice de inflación promedio del período. Como consecuencia, mientras al comienzo de la década el saldo total de la deuda representaba el 8.5% del PIB, siete años más tarde llegó a representar el 20% del PIB.

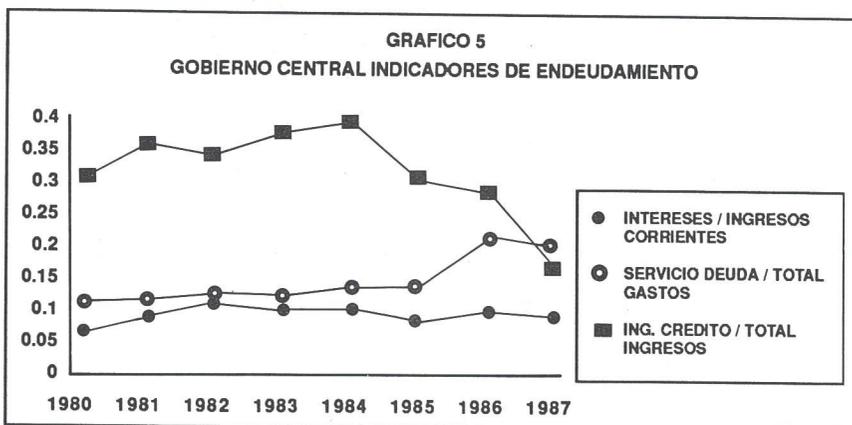
Al descomponer el saldo total de la deuda entre las obligaciones internas y externas, se observa que la razón de este acelerado crecimiento radica en la **deuda interna** cuyo saldo se incrementó veinticinco veces entre 1980 y 1987 al pasar de \$27.000 millones a \$700.000 millones. Se pueden distinguir dos períodos diferentes en el crecimiento de esta deuda interna, pues en los cuatro primeros años de la década creció a una tasa promedio del 81% anual, mientras que después de 1984, y de nuevo como consecuencia de las medidas de ajuste adoptadas, su crecimiento anual se redujo al 34%. Cabe recordar que en el saldo de la deuda interna se incluyen no sólo los créditos concedidos por el Banco de la República para financiar el déficit fiscal, y la emisión de TAN que se mencionaron en párrafos anteriores sino también una serie de obligaciones del Gobierno derivadas de la asunción de deudas de otras entidades tales como la Caja Agraria los bonos de valor constante, las pérdidas de la Cuenta Especial de Cambios y los costos de la nacionalización de algunas entidades financieras.

Por su parte el saldo de la **deuda externa** del Gobierno Central se multiplicó por diez en el período al pasar de \$106.000 millones a \$1.058.000 millones entre 1980 y 1987. La evolución de este endeudamiento presenta un comportamiento diferente al de la deuda interna, por cuanto en los primeros años de la década, hasta 1984, tan sólo creció a una tasa del 30% anual, mientras que entre 1984 y 1987 lo hizo a una tasa del 52% anual. Paradójicamente se trata en este caso también del resultado de los programas de ajuste aplicados en la economía colombiana pues la mayor parte del crecimiento del saldo de la deuda externa se explica por la acelerada devaluación del peso colombiano entre 1984 y 1986. En efecto, cuando se toman los saldos de la deuda externa en dólares se observa que éstos crecen a una tasa de 9% promedio anual a lo largo de todo el período y de escasamente 6% entre 1984 y 1987; es decir en estos

CUADRO 5
GOBIERNO CENTRAL - DEUDA PUBLICA 1980-1987
 (\$ Millones)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
DEUDA PUBLICA								
Interna	27.661	28.113	39.948	104.159	288.694	455.031	595.127	700.334
Externa	106.383	150.298	196.673	235.165	303.024	508.524	889.007	1.058.111
TOTAL	134.044	178.411	236.621	339.324	591.718	963.555	1.484.134	1.758.445
SERVICIO DEUDA								
EXTERNA	9.733	16.256	24.295	28.163	38.463	69.364	122.280	214.367
Amortización	4.013	5.245	6.157	11.152	16.862	35.694	66.861	134.309
Intereses	5.720	11.011	18.138	17.011	21.601	33.670	55.419	80.058
INTERNA	10.912	11.902	13.396	17.245	26.376	15.853	71.492	18.457
Amortización	8.364	8.568	8.348	12.934	17.683	13.140	62.650	12.022
Intereses	2.548	3.334	5.048	4.311	8.693	2.713	8.842	6.435
TOTAL	20.645	28.158	37.691	45.408	64.839	85.217	193.772	232.824
Amortización	12.377	13.813	14.505	24.086	34.545	48.834	129.511	146.331
Intereses	8.268	14.345	23.186	21.322	30.294	36.383	64.261	86.493
PRESUPUESTO NACIONAL								
INGRESOS	198.000	262.468	317.549	373.959	488.669	670.804	958.664	1.211.483
Corrientes*	129.694	162.161	210.935	221.433	300.884	464.676	690.435	964.176
C.E.C.	38.553	59.631	69.020	75.527	0	0	0	0
C. Interno	20	3.947	15.311	56.044	135.456	130.866	130.489	76.055
C. Externo	21.190	28.496	20.517	4.848	49.732	73.527	130.239	126.218
GASTOS	195.117	263.862	331.480	401.799	541.038	682.031	940.223	1.194.311
P.I.B.	1.579.130	1.982.773	2.497.298	3.054.137	3.856.584	4.965.883	6.701.425	8.825.777

Fuente: Contraloría General de la República, Informe Financiero 1987.
 Datos CEC corresponden a utilidades en compra-venta de divisas.
 (*) No incluye los ingresos de la C.E.C.



tres últimos años más del 85% del crecimiento de la deuda externa expresado en moneda local es causado por la devaluación de la tasa de cambio.

El comportamiento del saldo de la deuda del Gobierno Central en esta década es en verdad preocupante, pero la situación no es tan grave como aparecería a primera vista porque el indicador que realmente interesa para medir la capacidad de endeudamiento de un sector es su capacidad de pago, y a pesar del acelerado crecimiento del saldo de la deuda el comportamiento de los ingresos tributarios del Gobierno Central ha sido tal, que no se ha presentado ningún deterioro en su capacidad de pago.

El Gráfico 5 presenta varios elementos muy interesantes: en primer lugar, la línea superior muestra la evolución de la participación porcentual de los ingresos de crecimiento dentro del total de ingresos del Gobierno Central, donde aparecen reflejadas de nuevo las positivas consecuencias del programa de ajuste. Al principio de la década los ingresos de crédito interno y externo representaban el 30% del total de ingresos, llegando a un máximo de 38% en 1984. A partir de este año los efectos de las sucesivas reformas tributarias sobre el recaudo ha sido de tal magnitud que a pesar de continuar recibiendo importantes recursos de crédito, estos ingresos han pasado a representar tan sólo el 16% del total. En otras palabras, la Tesorería General de la República tiene en la actualidad una menor dependencia de los recursos de crédito, lo cual es simplemente una consecuencia directa del menor déficit de tesorería.

En segundo lugar, la línea inferior del mismo gráfico representa la participación porcentual de los intereses pagados por concepto de deuda interna y externa sobre los ingresos corrientes del Gobierno. Se trata de un indicador macroeconómico que es análogo al indicador de cobertura

CUADRO 6
GOBIERNO CENTRAL - INDICADORES DEL ENDEUDAMIENTO
1980 - 1987

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
INTERESES / ING. CORRIENTES								
D. Interna	2.0%	2.1%	2.4%	1.9%	2.9%	0.6%	1.3%	0.7%
D. Externa	4.4%	6.8%	8.6%	7.7%	7.2%	7.2%	8.0%	8.3%
TOTAL	6.4%	8.8%	11.0%	9.6%	10.1%	7.8%	9.3%	9.0%
SERVICIO DEUDA / GASTOS								
D. Interna	5.6%	4.5%	4.0%	4.3%	4.9%	2.3%	7.6%	1.5%
D. Externa	5.0%	6.2%	7.3%	7.0%	7.1%	10.2%	13.0%	17.9%
TOTAL	10.6%	10.7%	11.4%	11.3%	12.0%	12.5%	20.6%	19.5%
ING. CREDITO / TOTAL ING.								
C.E.C.	19.5%	22.7%	21.7%	20.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
C. Interno	0.1%	1.5%	4.8%	15.0%	27.7%	19.5%	13.6%	6.3%
C. Externo	10.7%	10.9%	6.5%	1.3%	10.2%	11.0%	13.6%	10.4%
TOTAL	30.3%	35.1%	33.0%	36.5%	37.9%	30.5%	27.2%	16.7%
DEUDA / ING. CORRIENTES								
D. Interna	21.3%	17.3%	18.9%	47.0%	95.9%	97.9%	86.2%	72.6%
D. Externa	82.0%	92.7%	93.2%	106.2%	100.7%	109.4%	128.8%	109.7%
TOTAL	103.4%	110.0%	112.2%	153.2%	196.7%	207.4%	215.0%	182.4%
DEUDA / PIB								
D. Interna	1.8%	1.4%	1.6%	3.4%	7.5%	9.2%	8.9%	7.9%
D. Externa	6.7%	7.6%	7.9%	7.7%	7.9%	10.2%	13.3%	12.0%
TOTAL	8.5%	9.0%	9.5%	11.1%	15.3%	19.4%	22.1%	19.9%

Fuente: Contraloría General de la República Informe Financiero 1987.
 Datos CEC corresponden a utilidades en compra-venta de divisas.

de intereses utilizados en el análisis financiero de las empresas y que mide la proporción de los ingresos corrientes que deben ser destinados para el pago de intereses.

Dado el acelerado crecimiento de los saldos de la deuda, sorprende inicialmente que este indicador se mantenga relativamente constante a lo largo de la década, alrededor de un 9% con un máximo de 11% en 1982. Sin embargo, son claras las razones que permiten explicar este comportamiento: ante todo el denominador del indicador, es decir los ingresos corrientes, han tenido un crecimiento promedio del indicador anual del 44% a partir de 1983; del lado del numerador debe reconocerse que los pagos de intereses no han crecido al mismo ritmo que los saldos de la deuda, por cuanto los créditos otorgados por el Banco de la República tienen tasas de interés prácticamente iguales a cero y en el caso de la deuda externa el efecto de la devaluación se manifiesta sobre los saldos y por lo tanto sobre los pagos de amortizaciones, más no es la misma proporción sobre los pagos de intereses.

Finalmente aparece en el gráfico un tercer indicador, el porcentaje del servicio de la deuda (que incluye pago de interés más amortizaciones) sobre el total de gastos del Gobierno Central. Este indicador sí presenta un salto hacia arriba después de 1985, pues hasta este año los pagos totales por concepto del servicio de la deuda tan sólo representaban el 12% de los gastos totales, y en 1986 y 1987 elevaron su participación hasta el 20%. La causa inmediata de esta elevación radica en el monto creciente de las amortizaciones, especialmente de la deuda externa, a partir de 1985 generada no sólo por el mayor monto de obligaciones que deben cancelarse sino también por el efecto de la devaluación que ya se mencionó. No obstante lo anterior, debe decirse que este indicador no es muy significativo para el análisis de la capacidad de pago de un sector, por lo menos en el corto plazo, toda vez que en la medida en que se consigan nuevos créditos en cuantía por lo menos similar a las amortizaciones que se deben realizar, no se deteriora la capacidad de pago del Gobierno, y esta es precisamente la estrategia que se ha adoptado para el manejo de la deuda externa.

III. IMPACTO MONETARIO DEL SECTOR DESCENTRALIZADO (FODEX)

Las conclusiones obtenidas hasta el momento permiten establecer una clara independencia entre la evolución de los agregados monetarios y el déficit del Gobierno Central durante el período 1985-1988. Sin embargo, desde el punto de vista macroeconómico puede objetarse, con toda la

razón, que la variable importante es el déficit fiscal en su conjunto, y no sólo el del Gobierno Central. En otras palabras, debe considerarse también el comportamiento del sector público descentralizado y su eventual impacto sobre la oferta monetaria. En particular en los dos últimos años se ha señalado al sector eléctrico como uno de los grandes responsables del desbordamiento monetario, por su creciente utilización de los recursos del Fondo de Monedas Extranjeras (FODEX) para cubrir sus faltantes para el servicio de su deuda externa.

Antes de entrar al análisis del FODEX vale la pena resaltar como la tendencia a la mejoría observada en las finanzas del Gobierno Central se ha producido con mayor intensidad en el sector descentralizado. La evolución del déficit del sector público consolidado como proporción del PIB, es la siguiente:

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988*
Déficit / PIB	-0.2	-0.3	-6.1	-6.5	-6.7	-4.2	0.6	-1.8	-2.4

(%)

(*) Estimado.

Se aprecia claramente una recuperación de las finanzas públicas que es más notable que la del Gobierno Central, pues de un déficit mayor (6.7% en su punto máximo contra 4.3% del Gobierno en el mismo año), se pasa a una situación de superávit en 1986. Por supuesto este superávit tiene algunas causas exógenas como la bonanza cafetera de 1986, pero también refleja los resultados del programa de ajuste que se extendió a las entidades públicas descentralizadas. ¿Qué repercusiones tuvo esta mejoría sobre el manejo monetario? ¿Por qué a pesar de tal recuperación se afirma que al sector descentralizado, a través del FODEX, le cabe buena parte de la responsabilidad del crecimiento del dinero en circulación?

A. ¿CRÉDITO MONETARIO (EMISIÓN PRIMARIA) PARA EL FODEX?

El primer hecho que debe señalarse para responder estas preguntas, es que, a pesar de la creencia casi unánime, el FODEX no ha recibido a lo largo de sus 15 años de existencia ni un solo centavo de crédito primario del Banco de la República, es decir, hasta la fecha el FODEX no ha sido responsable del más mínimo crecimiento de los activos monetarios del Banco de la República².

Por sorprendente que puede parecer esta afirmación, es rigurosamente cierta y puede ser comprobada fácilmente con la revisión de la contabilidad del FODEX o de las estadísticas monetarias. Hasta mayo de 1986 el FODEX se nutrió exclusivamente de recursos del Presupuesto Nacional

aportados con el cumplimiento estricto de todos los procedimientos exigidos por la Ley. En mayo / 86 el Gobierno Nacional y el Banco de la República suscribieron formalmente un contrato para la administración del Fondo, en virtud del cual se abrió la posibilidad de captar recursos de entidades públicas superavitarias (como Ecopetrol o el Fondo Nacional del Café) para ser utilizados en la financiación del pago de obligaciones de deuda externa de entidades públicas. Absolutamente todos los pagos realizados por el FODEX después de esta fecha se han realizado con estos recursos y no se ha emitido un solo peso para tal fin.

Para ilustrar lo dicho con un ejemplo concreto, pueden recordarse las cifras correspondientes a la operación del FODEX en 1987 (Véase Cuadro 7). Al finalizar este año, el saldo de los créditos otorgados por el FODEX con recursos captados por el Banco de la República ascendía a más de \$85.700 millones, mientras que un año antes tan sólo era de \$35.300 millones. De acuerdo con estas cifras las empresas con deuda externa garantizada por la Nación utilizaron más de \$50.000 millones, pero estos fondos no provenían del crédito primario del Banco de la República, sino de recursos depositados por el Fondo Nacional del Café (TREC), Ecopetrol y Telecom (TREN) con el fin explícito de ayudar a financiar el servicio de la deuda externa de otras entidades públicas y en particular, las del sector eléctrico. (Cuadro 7).

El origen de la confusión puede radicar en la forma como se presentan las cifras del FODEX dentro de las estadísticas monetarias del Banco de la República: ordinariamente dentro de la contabilidad de la base monetaria el crédito doméstico se discrimina entre bruto y neto, dependiendo si se trata del total de créditos concedidos por el Banco a un determinado sector (crédito bruto), o si a este monto se le deducen los pasivos captados por el Banco para financiar ese mismo sector (crédito neto). Sin embargo, en el caso del FODEX se presenta como crédito bruto el total de los aportes del Banco al Fondo, y como crédito neto dicho monto menos los recursos que no han sido utilizados en préstamos a entidades del sector descentralizado.

Con esta forma de presentación aparece como si los aportes del Banco provinieran de emisión primaria, y se soslaya el hecho de que hasta ahora todos esos aportes —que ascendían a más de \$100.000 millones de pesos al terminar 1987— han sido realizados con recursos de TREC y TREN invertidos por entidades tales como el Fondo Nacional del Café, ECOPE-TROL y TELECOM, en desarrollo de convenios específicos celebrados con el Gobierno Nacional. La presentación correcta de las cifras consistiría en denominar crédito neto al total de los préstamos realizados por el FODEX menos el valor de los títulos suscritos por las entidades mencio-

CUADRO 7
OPERACIONES DEL FODEX
(Cifras en Millones)

	Dic. 31 / 86		Dic. 31 / 87		Variaciones	
	Pesos	Dólares	Pesos	Dólares	Pesos	Dólares
1. FUENTES	42.090	204.0	102.158	429.3	60.068	225.3
1. TREC (Cafeteros)	41643	201.9	76.260	320.5	34617	118.6
2. TREN (ECOPETROL)			25697	108.0	25697	108.0
3. Intereses	447	2.1	201	0.8	-246	1.3
II. USOS	42.090	204.0	102.158	429.3	60.068	225.3
1. CREDITOS	35336	171.3	85772	360.5	50.436	189.2
• Sector Eléctrico	27105	131.4	76730	322.5	49.625	191.1
• Otros Sectores	8231	39.9	9042	38.0	811	-1.9
2. INVERSION EN TITULOS						
B. DE LA R.	6754	32.7	16386	68.8	9632	36.1

Fuente: Revista del Banco de la República. dic. / 87. Notas editoriales cuadro 11.

nadas; entonces, se apreciaría claramente que el crédito neto otorgado por el Banco de la República al FODEX, la emisión primaria a favor de este fondo, ha sido igual a cero, y que la realidad ha sido una transferencia de recursos intersectorial al interior del sector público.

B. EL IMPACTO MONETARIO DEL FODEX

Los especialistas en temas monetarios reconocen y aceptan que hasta el presente no ha habido emisión monetaria para financiar al sector público descentralizado a través del Fondo de Monedas Extranjeras, pero a la vez afirman que sus operaciones han tenido un efecto monetario expansionista en la medida en que no permitieron realizar una mayor contracción del dinero base. La afirmación es válida: es posible que aunque el crédito neto del Banco de la República haya sido cero, el efecto de la operación del FODEX sea expansionista en la medida en que haya sido financiado con recursos que de otra manera hubieran permanecido congelados en el banco³. De nuevo lo sucedido en 1987 sirve para ilustrar este concepto.

El monto de los créditos nuevos otorgados por el FODEX a lo largo de 1987 ascendió a más de \$50.400 millones, tal como se observa en el Cuadro 7. De este total un poco más de la mitad (\$25.700 millones) fue financiado con recursos aportados por Ecopetrol durante el mismo año, es decir que no se encontraban congelados en el Banco de la República al finalizar 1986 y, por lo tanto, su utilización no disminuyó el saldo de los pasivos no monetarios del Banco. Para financiar el resto de las operaciones se emplearon recursos de TREC que sí se encontraban congelados, produciéndose así un efecto de menor contracción monetaria que equivale a expansión. En consecuencia puede afirmarse que en 1987 el FODEX sí tuvo un impacto expansionista, pero tan sólo por una cuantía de unos \$25.000 millones que, en términos relativos, fue equivalente a un 4.7% del saldo de la base monetaria en diciembre de 1986.

A pesar de la claridad de esta conclusión empírica, no puede darse automáticamente el paso para juzgar sobre el carácter negativo de los efectos macroeconómicos de la expansión inducida por el sector descentralizado. Por el contrario, en las circunstancias específicas de 1987 ocurrió un fenómeno paradójico, pues el impacto monetario del FODEX fue menor que las soluciones diseñadas originalmente para hacer frente al déficit del sector eléctrico que como se vió, este sector fue el único usuario neto de los recursos del FODEX el año pasado.

En marzo de 1987 el D.N.P. estimó un faltante aproximado de US\$230 millones en el servicio de la deuda externa del sector eléctrico y diseñó un esquema de soluciones, que fue aprobado por el CONPES, el cual se

presenta en la primera columna del Cuadro 8. Dentro del esquema de soluciones, algunas aumentaban el saldo del dinero en circulación, bien por incrementar las reservas internacionales (Crédito sectorial por US\$100 millones y crédito externo para FEN por US\$35 millones), o bien por disminuir los egresos de divisas del país (refinanciación del crédito externo de proveedores). Las otras soluciones —el crédito de Ecopetrol y la refinanciación de los créditos del presupuesto nacional no tenían impacto expansionista directo, aunque sí repercutían sobre la asignación de recursos del conjunto del sector público. (Cuadro 8).

Como suele suceder con el sector eléctrico, al finalizar el año su faltante fue mayor al programado, en una cuantía de US\$23 millones, y de otra parte no se lograron concretar todas las soluciones previstas, en particular los créditos externos. En su lugar se acudió a tres mecanismos de emergencia, que se resumen en la segunda columna del cuadro anterior. En primer lugar se elevó en US\$66 millones el monto de recursos transferidos por ECOPETROL al sector; se utilizaron recursos TREC para realizar pagos a través del FODEX por US\$83 millones y se diferieron US\$26 millones de pagos de deuda externa de diciembre de 1987 a enero del siguiente año. El uso de recursos de ECOPETROL no tuvo repercusiones expansionistas, pero las otras dos soluciones implicaron una menor contracción de la base monetaria.

El resultado neto fue un mayor faltante, pero un esquema de soluciones con menor impacto monetario que el originalmente planeado. En efecto, mientras que con el esquema original se hubiera tenido una expansión equivalente a la monetización de US\$176 millones, con las soluciones efectivamente adoptadas el impacto se redujo a US\$133 millones, es decir una expansión menos en unos \$10.000 millones. Por lo tanto no es válido afirmar que el FODEX fue la causa principal de los desequilibrios monetarios en 1987; la verdadera causa de estos desequilibrios hay que buscarla en el comportamiento inesperadamente positivo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que en este año terminó en equilibrio, cuando se esperaba un déficit de US\$500 millones.

El análisis realizado en las dos últimas secciones del trabajo aporta el sustento empírico para la tesis enunciada en la introducción: en los últimos cuatro años el sector público colombiano no ha sido el responsable del crecimiento de los medios de pago. El Gobierno Central porque ha aplicado un estricto programa de ajuste en sus finanzas que le ha permitido hasta llegar a ser instrumento de contracción monetaria y el sector Descentralizado porque si bien es cierto que continúan existiendo significativos déficits en algunos subsectores (el eléctrico en particular), estos se han

CUADRO 8
IMPACTO MONETARIO DEL FALTANTE PARA EL SERVICIO
DE LA DEUDA - SECTOR ELECTRICO - 1987
(US \$ Millones)

	Proyección marzo / 87 (1)	Ejecución Real 1987 (2)	Diferencia (2) - (1)
FALTANTE	230.4	253.1	22.7
SOLUCIONES	230.4	253.1	22.7
A. Con Impacto Monetario	176.5	132.7	-43.8
• Crédito Externo	100.0	0.0	-100.0
• Refinanciación Proveedor	41.5	23.5	-18.0
• Crédito FEN (3)	35.0	0.0	-35.0
• FODEX - Cafeteros	0.0	83.1	83.1
• Pagos diferidos a 1988	0.0	26.1	26.1
B. Sin Impacto Monetario	53.9	120.4	66.5
• Crédito ECOPETROL	41.5	108.0	66.5
• Refinanciación			
Presupuesto Nal.	12.4	12.4	0.0

(1) Documento CONPES 2310, marzo 25 / 87.

(2) Cifras de FODEX-Cafeteros y Crédito ECOPETROL: Revista Banco de la República. Diciembre 1987, Notas editoriales.

(3) Originalmente el Doc. CONPES 2310 no especificó la fuente de recursos para este crédito; sin embargo la Junta Monetaria no autorizó a la FEN para captarlos en el mercado interno, y le recomendó la contratación de crédito externo. Por esta razón se consideró con impacto expansionista.

financiado en su totalidad con la transferencia de los superávits de otras entidades públicas, y no han acudido en absoluto al crédito primario del Banco de la República.

De la comprobación de esta tesis no se puede avanzar a concluir erróneamente que es posible olvidar por completo los parámetros de disciplina fiscal y desbordar el crecimiento del gasto público, pues se volvería rápidamente a la situación de desequilibrio de principios de la década. Sí es posible y necesario, por el contrario, identificar las verdaderas causas de la expansión monetaria para aplicar estrictamente el principio de la sectorización de la política monetaria, según el cual el sector responsable de una determinada expansión debe cubrir los costos de las medidas adoptadas para compensarla. (Por ejemplo los costos financieros de las Operaciones en el Mercado Monetario). De aplicarse este principio, se liberaría al Presupuesto Nacional de una significativa carga, con lo cual se haría posible acelerar los programas de inversión social sin correr el riesgo de deteriorar el sano equilibrio de las finanzas públicas. Las dos últimas secciones del documento exploran la posibilidad de avanzar en esta dirección.

IV. EL FUTURO DE LAS FINANZAS DEL GOBIERNO CENTRAL

Una de las preguntas que queda por resolver después del análisis de las cifras fiscales de los últimos años, es si la notable mejoría alcanzada constituye un cambio estructural en la tendencia deficitaria de las finanzas públicas, o si por el contrario se trata tan sólo de una recuperación coyuntural explicada por fenómenos pasajeros como la bonanza cafetera de 1986 y el drástico control de los gastos de funcionamiento aplicado durante 1985. En otras palabras ¿Es sostenible el relativo equilibrio alcanzado en las finanzas del sector público?

La respuesta a estas preguntas debería incluir el análisis tanto del sector central como del descentralizado, especialmente porque es en este último donde todavía subsisten casos como el de las empresas del sector eléctrico con cuantiosos déficits, en los cuales además no se vislumbra ninguna reducción sustancial en el corto plazo. Sin embargo por razones de tiempo y espacio, la presente sección tan sólo tratará de responder a las preguntas planteadas para el caso del sector central, a través de un ejercicio de proyección de sus finanzas para el período 1988-1992. La conclusión principal del ejercicio es que, en circunstancias normales, el Gobierno Central podrá mantener un nivel de déficit que es "manejable" por su tamaño y por la posibilidad de encontrar fuentes de financiación que no tienen repercusiones macroeconómicas negativas.

Un resumen de las proyecciones, efectuadas con base en cifras del

D.N.P., aparece en el Cuadro 9. Los supuestos más importantes utilizados se enumeran a continuación:

- El crecimiento de los INGRESOS CORRIENTES se proyecta a tasas tales que se mantenga la participación de estos ingresos dentro del PIB; se trata de un supuesto relativamente 'conservador', puesto que la elasticidad-ingresos de los recaudos tributarios es superior a uno.
 - Dentro de los pagos de FUNCIONAMIENTO, se estima que los servicios personales crecen a un ritmo anual superior en 3 puntos porcentuales a la tasa de inflación doméstica, mientras que los gastos generales y las transferencias mantienen su tendencia histórica por lo cual crecen un 35% anual promedio en el período. Como consecuencia, el total de los pagos de funcionamiento crece un 7% anual en términos reales.
 - Los pagos de INTERESES se calculan con unas tasas de interés de 10% para la deuda externa y 22% para la interna; esta última es la tasa promedio de colocación de los TAN.
 - Para la INVERSIÓN del Gobierno Central se supone que tendrá un crecimiento igual al del PIB nominal, pero sólo después del año 1989 en el cual, de acuerdo con la programación presupuestal ya elaborada, tan sólo crecerá en un 24%.
 - En cuanto a las fuentes de financiamiento se refiere, se considera que al CREDITO INTERNO (NO MONETARIO) tan sólo se acudirá con emisiones de Bonos de cuantías similares a las realizadas en los últimos años, y nueva emisión de TAN para cubrir los pagos de intereses correspondientes al saldo de TAN en circulación. De este monto de captaciones brutas se deducen las amortizaciones programadas de acuerdo con las condiciones de los créditos vigentes.
 - Finalmente, se trabaja con la hipótesis de que el saldo de la DEUDA EXTERNA crecerá en un 5% anual, en dólares corrientes; es decir que en términos reales tan sólo lo hará al 1.5% anual, ritmo inferior al del crecimiento del PIB y de los ingresos corrientes del Gobierno. (Cuadro 9)
- Este conjunto de supuestos puede considerarse como "razonable" y factible de cumplirse en circunstancias normales: no implican ningún comportamiento excepcional de los recaudos tributarios, ni tampoco restricciones especiales del lado del gasto público. Sin embargo no corresponden tampoco a las tendencias inerciales de las finanzas públicas, ni se van a alcanzar automáticamente; por el contrario, para que se conviertan en realidad es necesario mantener un mínimo de disciplina fiscal, especialmente en lo que se refiere a los pagos por servicios personales, los gastos generales y las transferencias, donde subsisten factores políticos que mantienen una constante presión por incrementar aún más estos rubros. Suponiendo, pues, que prevalezcan las condiciones normales y que se logre

CUADRO 9
OPERACIONES EFECTIVAS DEL SECTOR CENTRAL
1988-1992

	(\$ Miles de Millones)					Variaciones %			
	1988	1989	1990	1991	1992	89 / 88	90 / 89	90 / 91	92 / 91
INGRESOS CORRIENTES	1.224.0	1.590.6	2.050.8	2.591.3	3.277.0	30.0	28.9	26.4	26.5
II. PAGOS TOTALES	1.353.3	1.794.6	2.304.4	2.927.2	3.726.8	32.6	28.4	27.0	27.3
1. Funcionamiento	875.3	1.198.6	1.564.2	2.008.4	2.578.8	36.9	30.5	28.4	28.4
2. Intereses	158.3	210.0	259.8	325.2	407.0	32.6	23.7	25.2	25.1
3. Inversión	282.2	349.9	446.1	559.4	701.5	24.0	27.5	25.4	25.4
4. Préstamos entidades	37.5	36.1	34.3	34.2	39.6	-3.7	-5.0	-0.3	15.8
III. DEFICIT (II-I)	-129.3	-204.0	-253.6	-335.9	-449.8	57.8	24.3	32.5	33.9
IV. FINANCIAMIENTO	129.3	204.0	253.6	335.9	449.8	57.8	24.3	32.5	33.9
1. Crédito Externo Neto	128.7	92.8	116.9	144.9	179.5	-27.9	26.0	23.9	23.9
Desembolsos [1]	326.4	372.9	415.3	488.8	511.6	14.2	11.4	17.7	4.7
Amortizaciones	197.7	280.1	298.4	343.9	332.1	41.7	6.5	15.2	-3.4
2. Crédito Interno Neto	0.6	11.2	136.7	191.1	270.3	n.a.	22.9	39.8	41.5
1. No Monetario [2]	46.3	46.5	50.9	63.8	80.5	0.4	9.5	25.3	26.2
2. Faltante	-45.7	64.7	85.8	127.3	189.8	n.a.	32.6	48.4	49.2
	0.0								
	45.7								
INDICADORES (%)									
1. Déficit / Pagos	9.55%	11.37%	11.00%	11.48%	12.07%				
2. Déficit / PIB	-1.12%	-1.36%	-1.33%	-1.40%	-1.50%				
3. Faltante / Base (t-1)	-6.57%	7.18%	7.47%	8.84%	10.51%				
SUPUESTOS									
Crecimiento PIB Real	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%				
Inflación	26.0%	24.0%	22.0%	20.0%	20.0%				
Devaluación		22.0%	20.0%	18.0%	18.0%				

Fuente: Proyecciones del autor con base en cifras del D.N.P.

[1] Estimados para que la deuda externa crezca 5% anual.

[2] Incluye Bonos y emisión de TAN para cubrir el pago de intereses.

mantener el mínimo de disciplina fiscal implícito en las proyecciones, las principales conclusiones que se derivan de éstas son las siguientes:

En primer lugar, el indicador del déficit fiscal como proporción del PIB se mantiene por debajo de 1.5%, cifra que puede considerarse “moderada” no sólo frente a la realidad de otros países en desarrollo, sino también frente a la misma experiencia colombiana de años recientes. Sin embargo es necesario mantener una actitud cautelosa por cuanto en los 4 años considerados, el déficit fiscal pasa de \$129.000 millones en 1988 a \$450.000 millones en 1992, con una tasa de crecimiento anual del 36%, superior a la inflación e inclusive al crecimiento del PIB nominal. Es una tendencia preocupante que se explica fundamentalmente por el mayor incremento de los pagos de funcionamiento, en particular de los gastos generales y las transferencias, y que merece una estrecha vigilancia para evitar que se convierta en fuente de desequilibrios estructurales.

En segundo lugar, dados los supuestos sobre desembolsos netos de crédito externo e interno (no monetario), estas fuentes de recursos alcanzarán a financiar, en promedio, el 64% del déficit del período sin que su utilización deteriore la capacidad de endeudamiento del Gobierno. En efecto, el saldo proyectado de la deuda externa —en pesos corrientes— crecería entre 1988 y 1992 a una tasa promedio del 25%, mientras que los ingresos corrientes lo harán al 27.4%. En consecuencia el porcentaje de estos ingresos que será absorbido por los pagos de interés disminuirá en el período. Por su parte la deuda interna deberá crecer a una tasa aún menor, especialmente en 1989 y 1990, por lo cual la incidencia de su servicio tampoco será factor de preocupación fiscal.

La utilización de recursos de crédito externo e interno para financiar el déficit proyectado no tendrá repercusiones macroeconómicas negativas: el crecimiento estimado de la deuda externa del Gobierno (que pasaría de \$5.000 a \$6.000 millones de dólares) es perfectamente compatible con la actual estrategia global de financiamiento externo según la cual el saldo total de las obligaciones externas no debe crecer más del 5% anual; esta tasa permitirá una sostenida mejoría de los indicadores globales de endeudamiento del país⁴.

En cuanto a la captación de recursos de ahorro interno, los montos proyectados implicarán un crecimiento de \$288.000 millones en el valor de los títulos públicos colocados en el mercado interno de capitales. Suponiendo que el Ahorro Financiero de la economía crezca por lo menos a la tasa del PIB nominal, la participación del Gobierno Central en este ahorro pasaría de 5.0% a 5.4% entre 1988 y 1992, es decir un incremento casi significativo que no tiene porque producir “crowding out” en el mercado doméstico.

No obstante contar con este volumen de recursos, en el período proyectado el monto del faltante por financiar es creciente, tanto en términos absolutos (pasa de \$64.700 millones a \$190.000 millones) como relativos (pasa del 32% al 42% del déficit). Suponiendo que no sea posible modificar significativamente el comportamiento de los ingresos ni de los gastos, no conviene utilizar más recursos de capital internos o externos; la alternativa tradicional para cubrir los faltantes es el crédito del Banco de la República, es decir, la emisión monetaria. Sin pretender debatir acá su conveniencia o inconveniencia, el resultado que aparece claro de las proyecciones es que, si se cumple el resto de los supuestos, sería posible acudir a esta fuente de recursos sin generar un nocivo desbordamiento monetario: con un crecimiento proyectado de la base monetaria igual al del PIB nominal, la financiación del faltante con emisión primaria representaría un 8.5% promedio anual de crecimiento de la base, es decir aproximadamente un 40% del llamado "margen monetario" el cual sería absorbido por el Gobierno en el año de mayor utilización del crédito del Banco de la República.

En conclusión, en un horizonte de mediano plazo (4 años) es posible mantener el equilibrio alcanzado en las finanzas públicas, y además contar con recursos para financiar déficits de tamaño moderado sin generar repercusiones negativas sobre el manejo de la política macroeconómica. Sin embargo se prevén tendencias preocupantes tales como el mayor incremento de los gastos de los ingresos corrientes, por lo cual es esencial mantener una política sostenida de disciplina fiscal para contrarrestar las presiones políticas que buscan incrementar más rápido el gasto público en particular rubros tales como los gastos generales y las transferencias. Inclusive si se llegasen a adoptar propuestas que incrementen los ingresos, como la que se presenta en la próxima sección, debe garantizarse que los mayores recaudos no se diluyan en gastos de funcionamiento sino se canalizan a los programas de inversión social.

V. DÉFICIT FISCAL Y MANEJO DE LA CUENTA ESPECIAL DE CAMBIOS

El análisis realizado hasta ahora sobre la evolución del déficit del sector central no es totalmente correcto, por cuanto se ha hecho con unas cifras que, a pesar de ser las oficiales, no reflejan adecuadamente la realidad de las finanzas públicas sino que tienden a sobreestimar el tamaño del déficit. Efectivamente, en 1983 se adoptó una reforma de fondo al manejo de la Cuenta Especial de Cambios (C.E.C.), que entre otras cosas introdujo modificaciones contables que redujeron artificialmente el monto de los

ingresos del Gobierno Central y, consecuentemente, hicieron aparecer más alta la financiación monetaria del déficit⁵. Dado el significativo volumen de recursos que se manejan a través de la C.E.C. su modificación es urgente para tener una visión más realista del déficit fiscal y sobre todo para lograr una independencia total entre las finanzas del Gobierno Central y la política monetaria.

A. EL DECRETO-LEY 73 / 83 Y LAS MODIFICACIONES AL MANEJO DE LA C.E.C.

Hasta la Emergencia Económica decretada en Diciembre de 1982, las utilidades de la C.E.C. —definidas como las sumas de los impuestos 'ad-valorem' al café y de remesas más los ingresos de la inversión de reservas, más el resultado neto de las operaciones de compra y venta de divisas, y menos los gastos de financiación de las reservas internacionales (D.L. 444 / 67, Art. 45)— se trasladaban a la Tesorería General de la República y se contabilizan como ingresos corrientes del Gobierno. La cuantía de estas transferencias aumentó continuamente durante la década del 70, sobre todo a raíz de la acumulación de divisas inducida por la bonanza cafetera que se inició en 1975, a tal punto que en 1980 llegaron a representar el 20% del total de los ingresos corrientes y para 1982 su participación alcanzó el 29%⁶.

El creciente volumen de recursos de la C.E.C., así como la mayor dependencia del Gobierno de estos traslados, suscitaron a comienzos de la presente década un amplio debate sobre las repercusiones fiscales y monetarias de la Cuenta. Respecto de los aspectos fiscales, F. Montes en el artículo citado fue uno de los primeros en llamar la atención sobre cómo las mayores utilidades de la C.E.C. ocultaban una preocupante caída de los ingresos tributarios. En segundo lugar se criticaba también que "un importante porcentaje del gasto público se viene financiando con una fuente de recursos bastante inestable", lo cual traería serios problemas a las finanzas del Estado en el caso de una caída de esta fuente de recursos⁷. Finalmente se imputaba también al comportamiento de la Cuenta la decisión gubernamental de acelerar el crecimiento de los gastos de funcionamiento⁸, y que con estos recursos se estuviera financiando gastos corrientes y no de inversión. Los hechos demostraron la validez de todas estas críticas, al revelarse a comienzos de la década dimensiones de la crisis fiscal que se mencionó en la primera sección de este artículo.

En cuanto a los aspectos monetarios las opiniones eran más divergentes: el punto de discusión era el supuesto impacto expansionista del traslado

de recursos de la C.E.C. al Gobierno, a partir de una hipótesis según la cual las utilidades en compra-venta de divisas (el componente de mayor crecimiento de la Cuenta) eran solamente una forma disfrazada de emisión primaria. En este punto el debate no llegó a ninguna conclusión definitiva.

Como respuesta a este conjunto de interrogantes y críticas se modificó sustancialmente el régimen legal de la C.E.C., por medio del Decreto-Ley 73 de 1983 expedido dentro del conjunto de medidas de la emergencia económica de 1982. De acuerdo con este decreto, las utilidades de la C.E.C. ya no se consideran ingresos corrientes del Gobierno, y por lo tanto no se deben trasladar a la Tesorería ni contabilizar como recursos presupuestales. Sin embargo, el mismo decreto sustrajo de los ingresos de la C.E.C. los impuestos ad-valorem al café y el complementario de remesas, los cuales deberán contabilizarse como ingresos corrientes de la Nación, e incluirse como tales en el presupuesto (Art. 4).

En cuanto al nuevo destino de las utilidades de la Cuenta, dispuso el decreto que con ellas se financiarán los Fondos de Inversiones Públicas y de Estabilización Cambiaria (Art. 6 y 9); el Fondo de Inversiones Públicas puede recibir hasta el 75% de las utilidades y otorgar préstamos para financiar gastos de inversión del Gobierno Central o de las entidades públicas (Art. 8), mientras que el de Estabilización Cambiaria servirá para congelar por lo menos el 25% de las utilidades para compensar eventuales pérdidas de la C.E.C.

B. RESULTADOS DEL RÉGIMEN ACTUAL DE MANEJO DE LA C.E.C.

El cambio más fundamental introducido por el D.L 73 / 83 no fue la eliminación de la posibilidad de trasladar las utilidades de la C.E.C. al Gobierno, sino la forma como se puede realizar ese traslado. Anteriormente se hacía como ingreso corriente de la Nación y era automático, y en la actualidad es discrecional y se hace como préstamo. Las implicaciones económicas son claras: antes las utilidades contribuían a disminuir el déficit fiscal mientras que hoy tan sólo son una fuente eventual de financiación del déficit. De esta forma, afirma la Contraloría General de la República, "se está amplificando artificialmente el tamaño del déficit del Gobierno Central"⁹. Adicionalmente se estableció una clara asimetría en contra del Presupuesto Nacional, pues además de no tener derecho a las utilidades, sí debe cargar con las pérdidas cuando se produzcan, e indirectamente debe también asumir los costos de la política monetaria realizada a través de Operaciones en el Mercado Monetario. Las reformas adoptadas en 1983 tuvieron su razón de ser en las fallas del régimen existente hasta

ese momento, pero a su vez crearon nuevos problemas para el manejo de las finanzas públicas haciendo, tal vez, que el remedio no fuera mejor que la enfermedad.

Para analizar las consecuencias de las modificaciones al régimen de la C.E.C. conviene observar sus resultados a partir de 1984, los cuales se presentan en el Cuadro 10. Sin pretender un análisis exhaustivo, podemos resaltar para nuestros propósitos los siguientes hechos:

En primer lugar: después de 1985 se registra una significativa recuperación de los ingresos de la Cuenta los cuales pasan de \$15.965 millones en dicho año a \$147.000 millones en 1987, y pueden llegar a \$200.000 millones en el presente. Esta evolución es claro reflejo de la mejoría experimentada en la balanza de pagos y la consecuente acumulación de divisas realizada durante los mismos años. Sin embargo, las utilidades (Ingresos-Egresos) no tienen el mismo dinamismo en la medida en que el crecimiento de los egresos ha compensado más que proporcionalmente el de los ingresos. En efecto, mientras en 1984 los egresos absorbieron el 60% de los ingresos, en 1988 absorberán el 71% disminuyendo así el monto de utilidades disponibles. (*Cuadro 10*).

Al analizar los distintos componentes de los ingresos se aprecia uno de alta inestabilidad: las utilidades en el manejo del oro, que tuvo cierto peso relativo en 1984 y 1987 (28% y 17% del total respectivamente), pero que fue insignificante en los demás años. Por el contrario, los rubros de rendimiento por inversión de reservas y de utilidad en la compra-venta de divisas han tenido una participación estable y además creciente: el primero representa el 36% del total de ingresos en 1988 y el segundo el 60%. En términos absolutos entre 1984 y septiembre de 1988, y si continúa la actual tendencia, llegarán hasta \$234.000 millones al finalizar este año. Conviene señalar que esta suma equivale a 2 / 3 del total de los cupos de emisión otorgados por el Banco de la República al Gobierno durante el mismo período.

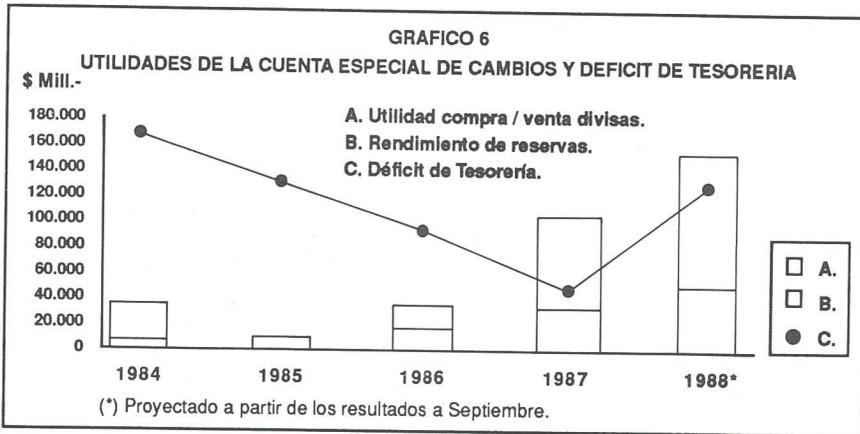
En lo que se refiere al rendimiento por inversión de reservas, el acumulado del período llegará a la no despreciable suma de \$167.000 millones la cual, de acuerdo con las cifras presentadas en la segunda sección, representa el 40% del crédito monetario neto recibido por el sector central (\$118.000 millones). Es decir, si estos recursos hubieran sido contabilizados como ingresos corrientes del Gobierno, el resultado neto de sus operaciones habría sido contraccionista. Por supuesto puede argumentarse que en estos rendimientos se incluyen otros rubros además de los intereses por colocación de reservas, los cuales "sólo" fueron de \$64.500 millones en el período; aún así el monto de estos intereses fue equivalente al 55% del crédito monetario neto.

CUADRO 10
CUENTA ESPECIAL DE CAMBIOS 1984-1988
(\$ Millones)

	1984	1985	1986	1987	1988*
Conceptos					
I. SALDO ANTERIOR	5.601	0	-10.421	-2.048	0
II. MOVIMIENTO DEL PERIODO	23.292	-15.791	-1.997	53.196	43.081
A. INGRESOS	58.575	15.965	66.231	147.126	144.377
1. Inversión y manejo de reservas	27.183	13.678	41.414	73.445	55.316
a. Rendimiento	9.897	12.588	27.280	47.463	52.231
b. Oro	16.643	781	7.460	25.096	1.717
c. Otros	643	309	6.674	885	1368.8
2. Dif. cambiario-Líneas Externas	1.649	2.287	5.461	4.349	2.786
3. Utilidad compra-venta de divisas	29.742	0	19.357	69.332	86.275
B. EGRESOS	35.283	31.755	68.228	93.902	103.383
1. Inversión y manejo de reservas	32.314	28.894	64.719	88.544	95.608
a. Intereses	4.831	7.882	12.306	10.571	18.485
b. Pérdida diferencia de cambio	15.541	5.512	3.854	4.858	5.332
c. Títulos canjeables	11.673	15.045	48.185	72.575	71.473
d. Otros	269	456	374	540	318
2. Dif. cambiario-Líneas Externas	115	54	509	1.758	4.464
3. Remuneración por Admon. C.E.C.	2.854	2.500	3.000	3.600	3.311
4. Pérdida compra-venta de divisas	0	307	0	0	0
IV. ENTREGAS A TESORAL	4.784	0	0	0	0
V. TRASLADOS	24.108	-5.370	51	53.196	43.081
A. Fondo Inversiones Públicas	18.738	0	51	532	437
B. Fondo Estabilización Cambiaria	5.370	-5.370	0	52.664	42.643
VI. TRASLADO SALDO AÑO 1985	0	0	-10.421	-2.048	0
VII. SALDO FINAL	0	-10.421	-2.048	0	0

* Hasta septiembre

Fuente: Banco de la República.



Además de comparar las cuantías de estos ingresos que dejó de percibir el Gobierno con el crédito monetario recibido, resulta interesante como ejercicio aritmético ver qué hubiera pasado con el déficit fiscal durante el período 1984 - 1988 si no se hubiera modificado el régimen de la C.E.C. El Gráfico 6 presenta los resultados de este ejercicio: la línea continúa representa la evolución del monto absoluto del déficit, medido en millones de pesos corrientes, que desciende de \$166.000 millones en 1984 a \$41.700 millones en 1987. El área punteada de las columnas representa el monto anual —en millones de pesos— de los intereses recibidos por la inversión de reservas en el exterior, y el área sombreada que se superpone las utilidades anuales por compraventa de divisas; la suma de las dos pasará de \$34.500 millones en 1984 a cerca de \$165.000 millones al terminar el presente año. (*Gráfico 6*).

La imagen confirma visualmente la mencionada opinión de la Contraloría: la exclusión de estos rubros de los ingresos corrientes del Gobierno aumenta artificialmente el tamaño del déficit fiscal. Si se hubieran incluido, el déficit no sólo se hubiera reducido entre 1984 y 1986, sino que en 1987 y 1988 el Gobierno Central habría presentado superávits de \$61.000 millones y \$6.000 millones respectivamente. Inclusive, si sólo se incluyeran los intereses generados por la inversión de reservas, las finanzas del sector central hubieran estado prácticamente en equilibrio en 1987, y el déficit como proporción del PIB sería 0.4% menos en 1988.

Por el lado de los egresos el hecho más notorio es el crecimiento de los costos anuales de los Títulos Canjeables que de \$11.643 millones en el 84 ascenderá a cerca de \$100.000 millones 4 años más tarde, (en septiembre del 88 el costo causado ya superaba los \$71.000 millones) lo que

significa un ritmo anual de crecimiento del 71%, y un valor acumulado de más de \$247.000 millones. Como consecuencia de la participación de este rubro dentro del total de egresos de la Cuenta pasa del 33% al 70% en el mismo período. Como es sabido, la emisión de Títulos Canjeables tiene dos explicaciones básicas: de una parte se usan para diferir la monetización de los desembolsos de créditos externos y proteger al deudor de los costos de devaluación y de otra son el mecanismo para cubrir los costos financieros de la colocación de títulos del Banco de la República en el mercado monetario (OMM) con el propósito de disminuir la cantidad de dinero en circulación.

No se cuenta con información detallada que permita discriminar el costo de las OMM, pero teniendo en cuenta la importancia que han adquirido en los últimos años no es ilógico suponer que por lo menos explican la mitad de los costos de los Títulos Canjeables, es decir unos \$125.000 millones. Esta suma representa la transferencia implícita que ha realizado el Presupuesto Nacional para cubrir los costos de una política de contracción monetaria desarrollada para compensar la expansión generada por otros sectores de la economía. Para tener una idea de la magnitud relativa de esta cifra, puede recordarse que con esos recursos se hubiera podido cancelar el 80% de los TAN en circulación, o también que ellos son aproximadamente iguales al total del crédito monetario recibido por el Gobierno durante el período analizado. (*Gráfica 6*).

Finalmente, respecto de la utilización que ha hecho el Gobierno de las utilidades de la Cuenta dentro del nuevo esquema de manejo, puede verse en el mismo Cuadro 10 como el Fondo de Inversiones Públicas tan sólo recibió un monto importante de recursos en 1984 (\$18.738 millones). En el 85 y 86 no recibió nada porque la C.E.C. dió pérdidas, y en el 87 y 88 porque se decidió trasladar el 99% de las utilidades (\$96.200 millones hasta septiembre / 88) al Fondo de Estabilización Cambiaria, suma que resulta desproporcionada para la magnitud y probabilidad de unas eventuales pérdidas futuras. Además las pérdidas registradas (\$12.500 millones) sí tuvieron que ser asumidas por el Gobierno, porque se ha interpretado que el Fondo de Estabilización no puede utilizarse para cubrir pérdidas de vigencias anteriores. Se trata de una situación totalmente asimétrica donde el Gobierno carga con los costos pero no puede disfrutar los beneficios.

C. UNA PROPUESTA PARA MODIFICAR EL MANEJO DE LA C.E.C.

Si bien es cierto que el régimen vigente de la C.E.C. hasta 1982 presentaba serios problemas y tuvo cierto grado de responsabilidad en la crisis fiscal de principios de la década, el esquema adoptado para hacer frente a esas deficiencias tampoco es conveniente para el sano manejo de las finanzas públicas, por lo cual es urgente proceder a modificarlo. Así lo ha planteado entre otros la Contraloría General de la República¹⁰, y el ministro de Hacienda quien en propuesta presentada recientemente al Congreso de la República planteó la necesidad de volver a considerar los intereses de la inversión de reservas como ingresos corrientes del Presupuesto Nacional¹¹.

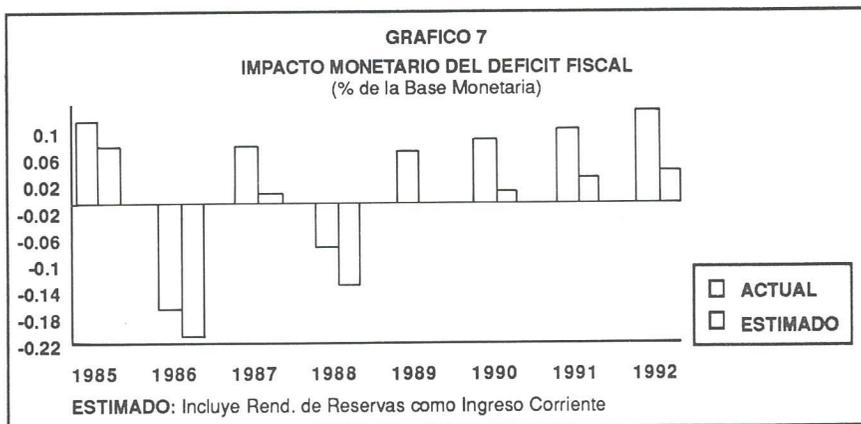
Teniendo en cuenta estos antecedentes, se requiere un esquema que corrija las deficiencias del actual pero sin volver a los problemas justamente criticados del anterior. A continuación se plantea una propuesta que trata de cumplir con estos dos requisitos, cuyo principio central es una nueva definición de las utilidades de la Cuenta de las cuales se excluyan aquellos ingresos que por derecho propio le corresponden a la Nación, y se eliminen las transferencias del Presupuesto Nacional para cubrir los costos de la política monetaria. Una consecuencia directa del esquema propuesto es que permite la independencia total de las finanzas públicas y la política monetaria, es decir hace posible el objetivo de prescindir definitivamente de la emisión monetaria para financiar el déficit fiscal.

1. Intereses producidos por la inversión de las reservas

El primer elemento de la propuesta consiste en excluir de los ingresos de la C.E.C. los intereses producidos por la inversión en el exterior de las reservas internacionales, los cuales pasarían a formar parte de los ingresos de la Nación. A diferencia de la situación anterior a 1982, no se debe considerar ingresos corrientes, sino más bien asimilarse a ingresos "de capital" con el propósito de que reciban un tratamiento similar a los recursos de crédito interno o externo, los cuales por disposición legal no pueden destinarse a financiar gastos de funcionamiento, sino únicamente planes y programas de desarrollo económico y social¹².

De esta manera se evita repetir el error de incrementar los gastos de funcionamiento con recursos inestables por naturaleza.

Es necesario precisar que con esta propuesta no se pretende trasladar al Gobierno la totalidad de los ingresos provenientes de la inversión y manejo de reservas; en la contabilidad de la C.E.C. estos incluyen además los rendimientos de los convenios y organismos internacionales, las líneas



externas del Banco de la República, la utilidad de la diferencia de cambio y el oro. Todos estos rubros continuarían siendo ingresos de la C.E.C., y sólo se excluirían los intereses de la inversión de reservas.

¿Qué impacto tendría esta medida sobre las finanzas públicas? El Gráfico 7 y el Cuadro 11 ayudarán a responder esta pregunta.

Tomando como base el ejercicio de proyección de la sección IV, se han adicionado los ingresos fiscales con los intereses de las reservas con lo cual disminuye el déficit y automáticamente las necesidades de financiación. En consecuencia el impacto monetario del déficit modificado (columna sombreada) se hace menor que el estimado previamente (columna negra): en 1992 la financiación del faltante tan sólo representaría un crecimiento de 4.2% de la base monetaria. Así mismo, el déficit como proporción del PIB tan sólo llegaría a representar 1.1% en su punto máximo. (Gráfico 7) (Cuadro 11).

2. Creación del Fondo para la sustentación de la deuda pública

Como segundo elemento del esquema propuesto se deben excluir también las utilidades en la compra-venta de divisas de los ingresos de la C.E.C., para constituir con ellas el Fondo para la Sustentación y el Servicio de la Deuda Pública Interna, el cual proveería los recursos para financiar los costos financieros de la colocación de Títulos de deuda pública en el mercado doméstico, y también para la amortización de dichos títulos u otras deudas internas de la Nación, incluyendo aquellas con el Banco de la República. De esta manera puede prescindirse totalmente de los recursos de emisión primaria para financiar el déficit fiscal.

CUADRO 11
FINANCIACION MONETARIA DEL DEFICIT FISCAL
 Contabilización del Rendimiento de Reservas de la CEC como Ingreso Corriente
 (\$ Miles de Millones)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
I. SITUACION ACTUAL									
DEFICIT EFECTIVO	-16.6	-131.8	-90.0	-41.7	-129.3	-204.0	-253.6	-335.9	-449.8
% del PIB	-4.3%	-2.7%	-1.3%	-0.5%	-1.1%	-1.4%	-1.3%	-1.4%	-1.5%
CREDITO MONETARIO NETO	132.1	33.5	-70.0	39.8	-45.7	64.7	85.8	127.3	189.8
% de la Base Monetaria	47.7%	10.2%	-17.0%	7.5%	-6.6%	7.2%	7.5%	8.8%	10.5%
INGRESOS C.E.C.									
1. Rendimiento Reservas	4.8	8.8	17.3	33.6	49.3	63.0	77.4	93.5	113.4
Rendimiento (US \$ millones)		69.9	89.9	139.0	162.2	170.0	174.0	178.0	183.0
II. SITUACION ESTIMADA (Incluye rendimiento de reservas como Ingreso Corriente)									
DEFICIT EFECTIVO	-161.8	-123.0	-72.7	-8.1	-80.0	-140.9	-176.1	-242.5	-336.4
% del PIB	-4.2%	-2.5%	-1.1%	-0.1%	-0.7%	-0.9%	-0.9%	-1.0%	-1.1%
CREDITO MONETARIO NETO	127.3	24.7	-87.3	6.2	-95.0	1.6	8.3	33.8	76.4
% de Base Monetaria (t-1)	46.0%	7.5%	-21.2%	1.2%	-13.7%	0.2%	0.7%	2.3%	4.2%

Fuente: Cuadros 2 y 9, y proyecciones del autor.

La situación real es que, a pesar del programa de ajuste, el déficit fiscal continuará existiendo, y en magnitudes apreciables. También es cierto que su financiación es factible dentro de ciertos parámetros macroeconómicos, pero esto no implica que tengan aseguradas las fuentes de recursos, en particular las del crédito externo. En estas circunstancias la única posibilidad de evitar tener que acudir al crédito del Banco Central es contar con un mecanismo que permita la captación masiva y ágil de recursos en el mercado doméstico, tal como sucede por ejemplo con la colocación de Bonos del Tesoro de los EE.UU. Para este fin se requiere una profunda transformación institucional de la Tesorería General de la República¹³, pero también la disponibilidad de fondos para cubrir los costos financieros y evitar el efecto “bola de nieve” que se está produciendo con los TAN, donde cada año se debe emitir más, sólo para arbitrar recursos para cancelar los intereses de los que ya están en circulación.

No debe dudarse de la capacidad del mercado doméstico para movilizar recursos en cuantías no superiores al 0.5% del PIB: en la actualidad las Operaciones en el Mercado Monetario (particularmente los Títulos de Participación y los Títulos Canjeables) ya lo hacen, y lo que buscaría esta propuesta sería transformar estas captaciones en verdaderas Operaciones de Mercado Abierto (OMA) en el sentido tradicional del término, que se realizan con títulos del Gobierno, y cuyo producto en última instancia se dirige a financiar el déficit fiscal.

En este punto puede plantearse la pregunta por la justificación de transferir al Gobierno las utilidades de compra-venta de divisas, puesto que en este caso no es evidente que le pertenezcan, como sí lo era en el caso de los intereses de las reservas internacionales. La justificación más clara de esta propuesta aparece en el artículo mencionado de Jaramillo y Montenegro, quienes afirman:

“Las utilidades por compraventa de divisas, así como los intereses de las reservas internacionales, deben ser de aquel agente económico que por convención, costumbre o ley deba recibir los beneficios del privilegio de emisión (‘señoraje’). Si por convención costumbre o ley este agente es el Gobierno, el traspaso de estos ingresos de la C.E.C. es, en principio, apropiado”. (P. 146).

3. Exclusión de los costos de las O.M.M. de los egresos de la C.E.C.

Finalmente la propuesta incluye también una modificación de los egresos de la C.E.C., de manera que no se le carguen los costos financieros de las operaciones de contracción monetaria. De acuerdo con el principio de la “sectoralización” de la política monetaria los costos de la con-

tracción deben ser cubiertos en primera instancia por los sectores que generan el aumento del dinero en circulación; la aplicación de los dos mecanismos anteriores garantiza que el Gobierno no volverá a ser fuente de expansión monetaria, por lo tanto no existe justificación para que continúe haciendo transferencias automáticas a otros sectores.

Por supuesto, es perfectamente posible que dentro del diseño de la política macroeconómica se adopte la decisión contraria, pero entonces se trataría de una transferencia explícitamente autorizada, y no disfrazada por mecanismos contables. En esta misma línea, también es posible que el monto de las utilidades por compraventa de divisas sea mayor que los costos financieros de la deuda pública interna en un año determinado, situación que podría aprovecharse para amortizar obligaciones pasadas del Gobierno con el Banco de la República, con lo cual se contribuiría a la contracción monetaria o se aplicaría el margen de expansión disponible para otros sectores.

Como corolario lógico de las modificaciones propuestas, debería eliminarse el Fondo de Inversiones Públicas por carecer de funciones que cumplir, y disponerse que el saldo total de las utilidades redefinidas en la Cuenta se trasladen al Fondo de Estabilización Cambiaria (F.E.C.). Sin embargo, un resultado probable de las modificaciones sugeridas a los ingresos y los egresos de la C.E.C. es que en un momento determinado esta arroje pérdidas. Para esta eventualidad debe mantenerse el esquema actual según el cual las pérdidas deben ser cubiertas por el F.E.C., y si este no cuenta con los recursos suficientes deben ser asumidas como un crédito por el Gobierno Central. Tan sólo sería conveniente introducir dos modificaciones marginales: que el F.E.C. pueda cancelar pérdidas de vigencias anteriores, y que el Gobierno pueda cancelar las pérdidas que eventualmente deba asumir con los recursos provenientes de las utilidades en compraventa de divisas.

NOTAS:

1. KEYNES, J.M.: Teoría General, p. 383.
2. Un análisis más detallado del impacto del FODEX sobre la política monetaria puede verse en el artículo "EL FODEX Y LA EXPANSIÓN MONETARIA: ¿CULPABLE O INOCENTE?" publicado en la revista *Economía Colombiana* Nos. 205-206, mayo-junio 1988.
3. Véanse por ejemplo las NOTAS EDITORIALES de la revista del Banco de la República de diciembre de 1987, pp. 11-12.
4. Un análisis de la actual estrategia de endeudamiento externo del país se presenta en el artículo "COLOMBIA FRENTE A LAS NUEVAS ALTERNATIVAS DE FLUJOS DE CAPITALES", publicado en *Coyuntura Económica*, Vol XVIII No. 4, diciembre 1988.
5. Hace 8 años la crítica era exactamente la contraria: el uso de recursos de la C.E.C. hacía aparecer más pequeña la financiación monetaria del déficit, Véanse los Comentarios de F. MONTES en el Simposio de Mercado de Capitales de 1980 publicados en M. CABRERA (ed) *Inflación y Política Económica*, ABC, Bogotá, pp. 76-78, 1980.
6. Cifras tomadas de las NOTAS EDITORIALES de la revista del Banco de la República de enero de 1983, p. 7.
7. Cfr. JARAMILLO J.C. y MONTENEGRO A.: "Cuenta Especial de Cambios, Descripción y Análisis de su evolución reciente" en *Ensayos sobre política económica*, No. 2, p 148, septiembre 1982.
8. Cfr. las NOTAS EDITORIALES de enero de 1983.
9. Véase el artículo "Cuenta Especial de Cambios: ¿otra carga para las finanzas públicas?", en el informe Financiero de septiembre de 1988, pp. 24-32.
10. *Ibidem*.
11. También en la discusión del proyecto de Ley de Endeudamiento para 1987 (Ley 43 / 87), el Senador ponente —Victor Renán Barco— había presentado algunas propuestas orientadas al mismo fin.
12. Las distintas leyes de endeudamiento establecen explícitamente esta prohibición; el ejemplo más reciente es el Art. 30 de la Ley 43 / 87.
13. Las disposiciones incluídas en el nuevo proyecto de la Ley Orgánica del Presupuesto, que se discute actualmente en el Congreso, apuntan en esta dirección.

LA FINANCIACIÓN DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA. EVOLUCIÓN (1970-1986) Y PERSPECTIVAS PARA EL AÑO NOVENTA

*Alberto Hernández García **

*Manuel Ramírez Gómez ***

I. ANÁLISIS MACROECONÓMICO¹

INTRODUCCIÓN

Es bien conocida la profundización financiera que se logró en Colombia, iniciada desde principios de la década de los setenta y continuando a lo largo de todo lo corrido de la presente década. Se esperaba que la reforma canalizara suficientes sumas de ahorro financiero, tal que se dieran aumentos significativos del ahorro real y de la inversión. Lo primero se dió, mientras que lo segundo aún no se ha logrado. A continuación trataremos de explicar el segundo fenómeno en general y, en particular en relación a la industria manufacturera.

La inversión mantiene sus niveles promedio de los últimos años, hecho que ha llevado a estudiosos en la materia a afirmar que la reforma financiera puesta en marcha desde la iniciación del sistema UPAC y reafirmada posteriormente con los postulados de McKinnon ha fracasado ya que no ha logrado su objetivo final de aumentar el nivel de ahorro real y el de la inversión de la economía, logrando así un incremento de la inversión especulativa.

El tema es del mayor interés tanto práctico como teórico. El ahorro real y su concomitante la inversión, son el motor del crecimiento de la economía de un país. A su turno, en la canalización de este ahorro real hacia

* Jefe de Investigaciones Económicas, Bolsa de Bogotá S.A.

** Consultor Independiente.

la inversión, el sector financiero institucional juega un papel primordial, dándose en este tema la conjunción de tres aspectos cruciales en el estudio de la disciplina económica:

- La interacción de aspectos micro y macroeconómicos;
- La interacción entre el sector real y el sector monetario a través de la ecuación inversión real —ahorro financiero y
- La interacción de los mercados monetarios— financieros y de capitales, que es el tema propio de la presente reunión.

Los autores agradecen a la Asociación Bancaria y a su Presidente, Doctor Carlos Caballero Argáez, la oportunidad de discutir estos temas en el presente Simposio.

El objetivo del presente trabajo es estudiar la evolución de la financiación de la Industria Manufacturera para el período 1970-1987. Para lograr una perspectiva general del problema lo estudiaremos partiendo de las fuentes monetarias, pasando por el ahorro financiero macroeconómico, el crédito total y el de la industria manufacturera hasta llegar a la inversión de este sector. En su aspecto particular estudiamos una muestra de empresas: la muestra de la Encuesta Anual Manufacturera del DANE, analizando aspectos de la estructura de sus insumos, el pago de los factores de la producción, los costos financieros, etc.

2. EL GRADO DE LIQUIDEZ DE LA ECONOMÍA

Es bien conocido el gran desarrollo financiero y monetario que ha tenido la economía colombiana desde principios de la década de 1970 hasta nuestros días. Este desarrollo se ha logrado principalmente a través de una profundización financiera, como se puede apreciar al comparar los cuadros 1 y 2. Si bien la base monetaria ha mostrado un bajo crecimiento real desde diciembre de 1970 hasta diciembre de 1987, señalando además un desarrollo altamente inestable, con períodos de alto crecimiento positivo mientras que otros años muestra crecimiento negativo; el crecimiento de M1, M2 y una medida aún más amplia de dinero, M3, muestran una alta estabilidad así como un alto crecimiento. (*Cuadros 1 y 2*).

Tomando la medida más tradicional restringida de dinero, M1 (medios de pago) compuesto por efectivo en poder del público y depósitos en cuenta corriente en bancos, y comparándola con el crecimiento del PIB, se observa una disminución de esta participación, dando la errónea idea que el grado de liquidez relativa (M1 aumentó en términos reales absolutos como muestra el cuadro 3) de la economía hubiese disminuído. (*Cuadro 3*).

Tomando una medida más amplia de dinero, M2, que no sólo incluya

CUADRO 1
BASE MONETARIA (PRECIOS JUNIO 1970)
MULTIPLICADOR DE LA BASE

Años	Base Monet. Real	Variación Anual	Multipli. Monetario
1970	12907.6		1.61
1971	11872.4	-8.02	1.61
1972	12235.4	3.06	1.59
1973	12645.7	3.35	1.60
1974	10113.1	-20.03	1.65
1975	12273.1	21.36	1.59
1976	13649.6	11.22	1.50
1977	16050.3	17.59	1.41
1978	17854.1	11.24	1.33
1979	18043.4	1.06	1.27
1980	18546.7	2.79	1.26
1981	18283.9	-1.42	1.25
1982	17267.1	-5.56	1.34
1983	16618.2	-3.76	1.48
1984	16226.1	-2.36	1.54
1985	16609.0	2.36	1.56
1986	17125.4	3.11	1.49
1987	17989.3	5.04	1.51

Fuente: Revista Mensual del Banco de la República.

CUADRO 2
RELACIONES DE M1, CUASIDINEROS, M2, M3 A PIB (%)

AÑOS	M1 / PIB	CUASIDIN / PIB	M2 / PIB	M3 / PIB
1970	16.3	2.3	18.9	23.3
1971	15.4	2.6	18.0	22.7
1972	15.7	2.7	18.8	23.7
1973	15.7	3.9	20.9	25.1
1974	14.3	6.3	20.8	24.5
1975	14.5	7.6	22.4	26.1
1976	14.9	8.5	24.4	28.0
1977	14.4	9.1	24.2	27.8
1978	14.8	11.4	26.2	29.5
1979	14.1	10.6	24.6	27.8
1980	13.6	10.9	27.1	30.1
1981	13.1	15.1	30.0	33.8
1982	13.0	17.5	29.8	33.6
1983	13.4	17.4	31.8	36.3
1984	13.1	18.1	31.4	35.6
1985	13.2	18.7	33.1	37.6
1986	12.3		32.0	37.0

Fuente: Cuentas Nacionales, Cuadros 3, 4, 5, y 6.

CUADRO 3
COMPOSICION M1

Años	Efectivo %	Depósitos CC %	Total M1 %
1970	36.6	63.4	100.0
1971	36.3	63.7	100.0
1972	36.6	63.4	100.0
1973	33.3	66.7	100.0
1974	35.1	64.9	100.0
1975	35.8	64.2	100.0
1976	36.5	63.5	100.0
1977	39.4	60.6	100.0
1978	41.0	60.2	100.0
1979	40.0	60.0	100.0
1980	38.9	61.1	100.0
1981	38.7	61.3	100.0
1982	39.6	60.4	100.0
1983	40.6	59.4	100.0
1984	41.5	58.5	100.0
1985	40.9	59.1	100.0
1986	39.6	60.4	100.0
1987	39.5	60.5	100.0

Fuente: Revista Mensual Banco de la República.

medios de pago sino otros activos financieros que generan crédito, se encuentra un aumento considerable del grado de liquidez de la economía, pasando de 18.9% del PIB en 1970 a 32% en 1986, logrando su nivel más alto en 1985 (33.1%), grado de liquidez que es aún mayor si ampliamos la definición a otros recursos financieros que generan crédito², directa o indirectamente a través de descuentos en los mercados bursátiles del país. Esta definición más amplia, dinero M3, nos daría una participación PIB que pasaría de 23.3% en 1970 a 37% en 1986 (37.6% en 1985), es decir un incremento cercano al 6%.

¿Qué significa entonces la disminución relativa de M1? Un menor número de medios de pago para financiar un mayor volumen del PIB, es decir una mayor velocidad de circulación de cada peso para financiar la creciente actividad económica.

Los cuadros 3 a 6 muestran el detalle de estos aumentos en la liquidez de la economía y sus composiciones. Se observa que la introducción de los C.D.T. y de los depósitos UPAC ha sido la gran transformación de la liquidez de la economía colombiana (Cuadros 4 y 5) a expensas de los medios de pago, y de las Cédulas B.C.H., los pagarés de la CFC y los otros papeles (Cuadro 6) que han tenido un papel secundario, perdiendo participación desde 1970 (19%) para situarse en 14% en 1987. Se debe mencionar que la composición de M1, también ha tenido variaciones (Cuadro 3)

CUADRO 4 COMPOSICION M2

Años	M1 %	Cuasidineros %	Total M2 %
1970	86.0	14.0	100.0
1971	85.3	14.7	100.0
1972	83.8	28.1	100.0
1973	75.0	25.0	100.0
1974	68.9	31.1	100.0
1975	64.9	35.1	100.0
1976	61.2	38.8	100.0
1977	59.6	40.4	100.0
1978	56.6	43.4	100.0
1979	57.3	42.7	100.0
1980	50.1	49.9	100.0
1981	43.6	56.4	100.0
1982	43.8	56.2	100.0
1983	42.1	57.9	100.0
1984	41.6	58.4	100.0
1985	39.8	60.2	100.0
1986	38.4	61.6	100.0
1987	39.4	60.6	100.0

Fuente: Revista Mensual Banco de la República.

CUADRO 5 COMPOSICION CUASIDINEROS (Metodología Banco de la República)

Años	Depósitos Ahorro Bancos	CDT Bancos y Corp. Financiera	Depósitos CAV (UPAC Ordinario y CDT)	Total Cuasidineros
1970	95.3	4.7	0.0	100.0
1971	98.4	1.6	0.0	100.0
1972	98.7	1.2	0.0	100.0
1973	74.2	1.9	23.9	100.0
1974	47.2	4.8	48.0	100.0
1975	39.1	17.8	43.1	100.0
1976	34.2	22.3	43.6	100.0
1977	30.5	28.6	41.2	100.0
1978	29.9	30.2	39.9	100.0
1979	33.8	25.0	41.2	100.0
1980	32.1	22.2	45.6	100.0
1981	23.7	35.3	41.0	100.0
1982	19.3	41.8	38.9	100.0
1983	18.3	36.2	45.5	100.0
1984	17.2	39.3	43.5	100.0
1985	15.7	38.5	45.8	100.0

Fuente: Revista Mensual del Banco de la República.

CUADRO 6
COMPOSICION DE M3

Años	M2 %	Otros %	BCH Cédulas Capitaliz. Hipotecar.	Compañías de Financ. Comercial	Total M3 %
1970	81.3	2.5	16.3	-	100.0
1971	79.5	2.6	17.9	-	100.0
1972	79.1	3.7	17.1	-	100.0
1973	83.1	4.7	12.2	-	100.0
1974	84.8	4.9	10.3	-	100.0
1975	85.7	3.5	7.9	-	100.0
1976	87.2	4.3	6.4	2.1	100.0
1977	87.3	5.1	4.6	2.9	100.0
1978	89.0	4.4	3.8	2.8	100.0
1979	88.5	4.9	3.6	2.9	100.0
1980	89.9	3.3	2.8	3.9	100.0
1981	89.0	3.2	2.4	5.5	100.0
1982	88.6	3.9	2.3	5.2	100.0
1983	87.7	5.5	1.8	5.1	100.0
1984	88.3	4.8	2.3	4.6	100.0
1985	88.1	5.3	2.2	4.3	100.0
1986	86.6	7.2	2.2	4.1	100.0
1987	85.9	7.4	2.6	4.1	100.0

Fuente: Revista Mensual Banco de la República.

y el efectivo ha aumentado ligeramente a expensas de los depósitos en cuenta corriente, restándole poder de multiplicación al dinero y por ende al propio incremento de M1. (*Cuadros 4 y 5 y 6*).

MOVILIZACIÓN DE RECURSOS POR EL SECTOR FINANCIERO

La definición M1, M2 y M3 desarrolladas antes, comprenden un conjunto de activos financieros que conforman la definición del Ahorro Financiero y son la base de lo que en este estudio llamaremos Fondos Prestables Brutos. La necesidad de una definición más amplia de ahorro financiero radica en que la financiación al sector real por el sector financiero utiliza otras fuentes de fondos, además del ahorro bruto transferible.

1. Fuentes de Fondos Prestables Brutos

El Cuadro 7 muestra la construcción de los fondos prestables brutos. Se observa algo bien interesante: la cuantía de los fondos prestables bru-

CUADRO 7
FONDOS PRESTABLES BRUTOS (PRECIOS JUNIO 1970)
VARIACION DICIEMBRE - DICIEMBRE

Años	Ahorro Fin. Bruto Tran.	Variación %	Depósito en C.C.	Variación %	Fondos Finan.	Variación %	Recursos M / E Redu. A M / L (1)	Variación %	Fondos Prestab. Brutos	Variación %
Dic.1970	9725	-	13485	-	1925	-	4173	-	29308	-
Dic.1971	10169	4.6	12897	-4.4	1943	0.9	6232	49.3	31241	6.6
Dic.1972	11093	9.1	13079	1.4	2066	6.3	6518	4.6	32756	4.8
Dic.1973	13389	20.7	13868	6.0	3543	71.5	4351	-33.2	35151	7.3
Dic.1974	13584	1.5	11794	-15.0	4359	23.0	6310	45.0	36047	2.5
Dic.1975	14772	8.7	12298	4.3	4078	-6.4	6117	-3.1	37265	3.4
Dic.1976	18109	22.6	12887	4.8	3427	-16.0	5907	-3.4	40330	8.2
Dic.1977	20751	14.6	13444	4.3	5287	54.3	4137	-30.0	43619	8.2
Dic.1978	23735	14.4	14308	6.4	6248	18.2	4333	4.7	48624	11.5
Dic. 1979	22934	-3.4	13741	-4.0	4684	-25.0	6159	42.1	47518	-2.3
Dic. 1980	29256	27.6	14277	3.9	4086	-12.8	6832	10.9	54451	14.6
Dic. 1981	37288	27.5	14046	-1.6	4409	7.9	7459	9.2	63202	16.1
Dic. 1982	37530	0.6	13927	-0.8	39993	-9.4	6683	-10.4	62133	-1.7
Dic. 1983	43179	15.1	14593	4.8	4702	17.8	7431	11.2	69905	12.5
Dic. 1984	43829	1.5	14602	0.1	5392	14.7	6524	-12.2	70347	0.6
Dic. 1985	48645	11.0	15287	4.7	4860	-9.9	8898	36.4	77690	10.4
Dic. 1986	51600	6.1	15424	0.9	5303	9.1	7582	-14.8	79909	2.9
Dic. 1987	53264	3.2	16426	6.5	5180	-2.3	7243	-4.5	82114	2.8

Fuente: Revista Mensual de la República.

CUADRO 8
FONDOS PRESTABLES BRUTOS (PRECIOS JUNIO 1970)
EN (%)

Años.	Ahorro Fin. Bruto Tran.	Depósito en C.C.	Fondos Finan.	Recursos M / E Reduc. A M / L	Fondos Prestab. Brutos
1970	33.2	46.0	6.6	14.2	100
1971	32.6	41.3	6.2	19.9	100
1972	33.9	39.9	6.3	19.9	100
1973	38.1	39.5	10.1	12.4	100
1974	37.7	32.7	12.1	17.5	100
1975	39.6	33.0	10.9	16.4	100
1976	44.9	32.0	8.5	14.6	100
1977	47.6	30.8	12.1	9.5	100
1978	48.8	29.4	12.8	8.9	100
1979	48.3	28.9	9.9	13.0	100
1980	53.7	26.2	7.5	12.5	100
1981	59.0	22.2	7.0	11.8	100
1982	60.4	22.4	6.4	10.8	100
1983	61.8	20.9	6.7	10.6	100
1984	62.3	20.8	7.7	9.3	100
1985	62.6	19.7	6.3	11.5	100
1986	64.6	19.3	6.6	9.5	100
1987	64.9	20.0	6.3	8.8	100

Fuente: Cuadro 7.

tos, tal como lo hemos definido, es apenas ligeramente superior a nuestra definición de M3, (\$80.047 millones de pesos constantes junio de 1970) para prácticamente todos los años analizados. Se puede concluir que la liquidez del sector financiero, para analizar la actividad productiva, es tan buena como la que en general ha disfrutado la economía. Vimos en el numeral anterior que esta liquidez pasó de 23% del PIB en 1970 a 37% en 1987. (Cuadro 7).

El Cuadro 8 nos muestra la composición de los Fondos Prestables Brutos. El ahorro financiero bruto dobla su participación a expensas de la cuenta corriente, que la reduce a la mitad, y de los recursos en moneda extranjera, que muestran también una apreciable disminución. Los fondos financieros mantienen, oscilantemente, su participación. La sustitución de la Cuenta Corriente por ahorro financiero transferible bruto genera beneficios y costos tanto privados como sociales: los beneficios sociales representados en una mayor liquidez para la economía y una mayor solidez a la liquidez del sistema financiero en general, y al crédito en particular; los costos sociales, en un costo promedio más alto del dinero y del

CUADRO 9
FONDOS PRESTABLES BRUTOS (PRECIOS JUNIO 1970)
VARIACION ANUAL

Años	(A). Determinación Fondos Prestables Netos					(B). Variación Anual-Fondos Brutos y Netos.			
	Fondos Prestables Brutos	Caja y Depósito en El B. de R.	Activos en M / E Reducidos a M / L	Subtotal Fondos Prest. Netos	Inversiones Oblig. Encaje Volunt.	Fondos Prestables Netos	Fondos Prestables Brutos	Subtotal Fondos Prest. Netos	Fondos Prestables Netos
1970	29308	5395	356	23557	5608	17949	-	-	-
1971	31241	5274	359	25609	6036	19573	6.6	8.7	9.0
1972	32756	5413	448	26895	6001	20894	4.8	5.0	6.8
1973	35151	6078	782	28291	6226	22065	7.3	5.2	5.6
1974	36047	5277	1119	29652	7093	22559	2.5	4.8	2.2
1975	37265	5453	1004	30808	7713	23095	3.4	3.9	2.4
1976	40330	6342	892	33095	7193	25902	8.2	7.4	12.2
1977	43619	7244	1412	34963	7727	27236	8.2	5.6	5.1
1978	48624	8390	1407	38827	8515	30312	11.5	11.1	11.3
1979	47518	8765	1585	37168	8022	29146	-2.3	-4.3	-3.8
1980	54451	9335	1207	43909	8525	35384	14.6	18.1	21.4
1981	63202	8962	1567	52673	9366	43307	16.1	20.0	22.4
1982	62133	8397	1394	52342	9221	43121	-1.7	-0.6	-0.4
1983	69905	6917	2146	60843	10181	50662	12.5	16.2	17.5
1984	70347	6352	3979	60016	9974	50042	0.6	-1.4	-1.2
1985	77690	6440	2401	67903	10463	57439	10.4	13.1	14.8
1986	79914	7225	2691	68934	11411	57523	2.9	1.5	0.1
1987	82091	7605	3000	74486	11520	62966	2.7		

Fuente: Revista Mensual Banco de la República.

CUADRO 10
COMPONENTES DE LOS FONDOS PRESTABLES NETOS EN %

Años	Fondos Prestables Brutos	Caja y Depósito en El B. de R.	Activos en M / E Reducidos a M / L	Subtotal Fondos Prest. Netos	Inversiones Oblig. Encaje Volunt.	Fondos Prestables Netos
1970	100.0	18.4	1.2	80.4	19.1	61.2
1971	100.0	16.9	1.1	82.0	19.3	62.7
1972	100.0	16.5	1.4	82.1	18.3	63.8
1973	100.0	17.3	2.2	80.5	17.7	62.8
1974	100.0	14.6	3.1	82.3	19.7	62.6
1975	100.0	14.6	2.7	82.7	20.7	62.0
1976	100.0	15.7	2.2	82.1	17.8	64.2
1977	100.0	16.6	3.2	80.2	17.7	62.4
1978	100.0	17.3	2.9	79.9	17.5	62.3
1979	100.0	18.4	3.3	78.2	16.9	61.3
1980	100.0	17.1	2.2	80.6	15.7	65.0
1981	100.0	14.2	2.5	83.3	14.8	68.5
1982	100.0	13.5	2.2	84.2	14.8	69.4
1983	100.0	9.9	3.1	87.0	14.6	72.5
1984	100.0	9.0	5.7	85.3	14.2	71.1
1985	100.0	8.3	3.1	87.4	13.5	73.9
1986	100.0	9.0	3.4	86.3	14.3	72.0
1987		9.3	3.7	90.7	14.0	76.7

Fuente: Cuadro 9.

crédito. Los beneficios particulares los reciben las instituciones financieras por su mayor volumen de crédito, en tanto que los costos son para aquellas instituciones que perdieron sus recursos sin costo financiero. (Cuadro 8).

2. Usos de Fondos: Crédito y Otros Activos Financieros del Sector Financiero

Los Fondos Prestables Brutos no son todo lo disponible para otorgar crédito. Las instituciones financieras poseen algunos activos financieros que le disminuyen su capacidad de otorgar crédito, tales como el efectivo que mantienen en caja para atender las necesidades de liquidez del público, depósitos en el Banco de la República y activos en moneda extranjera convertidos a moneda legal no utilizadas. Los Cuadros 9 y 10 nos muestran estos resultados. (Cuadro 9 y 10).

Se observa un aumento en la disponibilidad de fondos prestables. La columna Subtotal Fondos Prestables Netos (Cuadro 10) muestra que participaban en 80% de los Fondos Brutos en 1970, para aumentar paulatinamente a 90% en 1987, básicamente por una reducción sustancial de los depósitos en caja y en el Banco de la República, compensados ligeramente por aumentos en los activos en moneda extranjera no utilizados.

En ese mismo Cuadro se obtuvo otro dato de Fondos Prestables Netos, al deducirle las inversiones obligatorias, del encaje y las voluntarias al subtotal anterior. Esta reducción es importante: entre 20 y 14 puntos de “congelación” de fondos. Esta deducción puede ser muy discutida, ya que muchos de los recursos congelados en estas inversiones “alimentan” las fuentes de fondos de las líneas y fondos de fomento del Banco de la República.

Lo estricto sería tener un neto de estos activos, con su respectiva cuenta pasiva a la cual “alimenta”. Esta tarea va mucho más allá de la que nos propusimos en el presente trabajo, por lo tanto lo práctico por el momento es comparar con ambos subtotales.

3. El Crédito del Sector Financiero por Sectores de Actividad Económica y Plazos y el Sector Manufacturero.

Definimos una variable de Crédito Total, constituida a partir de las series de Crédito Vigente (que incluye la cartera vencida) publicada mensualmente por el Banco de la República (para los cuatro grandes intermediarios institucionales: Bancos, Corporaciones Financieras, Corporaciones de Ahorro y Vivienda, y Compañías de Financiamiento Comercial). A este dato se le agregan las cifras de Deudores Varios en Moneda Legal y Moneda Extranjera reducida a Moneda Legal, publicada por la Superintendencia Bancaria en su revista trimestral (que incluye para la moneda legal, los descubiertos en cuenta corriente, créditos del interior utilizados y otros deudores). A este crédito se le adicionaron las cuentas de dudoso recaudo, que es cartera vencida a más de un año y que fue crédito vigente antes de cumplir el año de cartera vencida.

La serie ha sido complementada parcialmente hasta 1987 utilizando, para el Crédito Vigente, el dato a diciembre de 1986 y 1987, en tanto que para los deudores varios (M/L, M/E) así como para el Dudoso Recaudo, se tomó la cifra más reciente publicada por la Superbancaria a septiembre de 1986.

Se observa un crecimiento real de 4.9% para la cartera vigente hasta 1985 que se incrementa ligeramente al 5% si se incluyen ambas categorías de deudores (Cuadro 11). Al incluir el Dudoso Recaudo, se tiene que el crédito crece a una tasa promedio anual de 5.8% para el mismo período (1970-1985). Este aumento se explica fundamentalmente por el crecimiento del dudoso recaudo a partir de 1982, cuando la economía entró en la mayor fase de recesión en su crecimiento agregado de los últimos 35 años. Estos crecimientos se traducen en una mayor “profundización” del crédito en el PIB, es decir en una mayor participación del crédito en el crecimiento económico como examinaremos más adelante. (Cuadro 11).

CUADRO 11

Total crédito precios constantes de junio 1970 (Millones de pesos)

Años	Crédito (a) Vigente	Deudores Varios M / L	Deudores Varios M / E	DDR	Tot. Crédito (1) + (2) + (3) + (4) (5)
(Dic.)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1970	26231	2037	5194	738	34200
1971	27138	2160	6143	856	36297
1972	26611	2265	2382	712	31970
1973	27294	2472	5034	926	35726
1974	26425	2483	7099	804	36811
1975	27320	2687	6039	994	37040
1976	27997	2990	6309	989	38285
1977	32688	3342	4795	946	41771
1978	34701	3619	4915	1072	44307
1979	31462	4041	6799	1346	43648
1980	38124	4062	8299	1329	51814
1981	44538	5006	8421	1494	59459
1982	44624	4585	8598	1870	59677
1983	51261	5506	9496	3369	69632
1984	52463	7193	7249	6556	73461
1985	54043	6952	10068	8624	79687
1986	53334	5223*	9053*	7771*	75381
1987	52749	5223*	9053*	7771*	74796

Fuente: (1) Revista Mensual. Banco de la República.

(2), (3), (4) Revista Trimestral. Superintendencia de Sociedades.

* Datos a septiembre de 1986 deflactados por 29.28.

CUADRO 12

Participación del crédito según sectores de actividad económica

Años	Agricultura	Industria	Oficial	Construc- ción	Comercio	Otros	Total
1970	28.5	20.9	3.8	24.8	11.0	11.1	100.0
1971	27.7	20.6	3.9	30.1	10.7	6.9	100.0
1972	26.2	20.6	8.4	24.7	9.6	10.5	100.0
1973	25.7	22.1	5.6	26.1	9.4	11.1	100.0
1974	27.8	24.4	4.6	21.3	10.0	12.0	100.0
1975	27.0	16.5	5.7	16.6	12.4	21.9	100.0
1976	25.8	17.4	5.0	13.1	15.6	23.2	100.0
1977	21.7	13.1	6.7	25.6	11.7	21.2	100.0
1978	21.0	13.4	6.1	27.5	11.6	20.3	100.0
1979	22.4	11.8	5.9	30.1	10.8	18.9	100.0
1980	18.8	12.9	3.8	29.5	14.9	20.1	100.0
1981	16.7	14.7	3.9	29.1	17.7	17.9	100.0
1982	17.9	14.0	4.1	30.8	15.2	18.0	100.0
1983	16.7	13.3	4.3	32.4	13.7	19.5	100.0
1984	16.6	12.4	4.6	34.5	12.1	19.9	100.0
1985	16.6	12.1	3.3	35.8	12.8	19.3	100.0
1986	17.2	10.1	3.1	34.9	13.4	21.4	100.0
1987	16.6	9.9	3.0	33.5	14.4	22.7	100.0

Fuente: Revista Banco de la República y Cálculos Autores.

a. Crédito por Sectores Económicos

La participación por sectores de la actividad económica nos la muestra el Cuadro 12. Hay que destacar varios hechos. La construcción pasó a obtener los mayores recursos de crédito del sistema, cuando a principios de la década se disputaba la segunda posición con la industria por debajo de la agricultura. Esta primicia la logra a partir de 1977, luego de que el año anterior había tenido los menores recursos de crédito superando tan sólo a los recursos otorgados al sector oficial. (*Cuadro 12*).

No obstante el gran aumento de participación de la construcción, al punto que representa un tercio del crédito total del sistema financiero, el avance más notorio lo representa el sector Otros: más que duplicó su participación. Mientras que a principios de la década representaba apenas el 10% del crédito del sistema, en 1987 se aproxima al 25%.

Estos dos sectores, Construcción y Otros, representan el 60% del total de recursos crediticios del sistema financiero colombiano.

De otra parte, se destacan en el aspecto negativo, las pérdidas en participación de la industria y de la agricultura.

La industria reduce su participación a menos de la mitad, apenas por arriba del crédito del sector oficial pero bien por debajo del sector comercio. Los primeros años de la década anterior mostraban una participación semejante a la de la agricultura y la de la construcción. A partir del año 73, pero en especial desde 1975, pierde drásticamente recursos relativos a los demás sectores, hasta situarse en 10% en 1987, cifra similar a las presentadas por el sector comercio a principios de los años setenta, sector que hoy muestra una mayor participación que la industria. Más aún, si calculamos la tasa de crecimiento del crédito real para la industria durante el período analizado encontramos un crecimiento muy pequeño (inferior al 1%).

Cabe preguntarse: ¿No hay una contradicción entre lo que muestran las cifras de crédito sectorial y las del PIB sectorial (no se incluyen en este trabajo), en donde la industria pasa a ocupar la mayor participación de la economía? Se puede afirmar que no la hay. Para explicar el caso se debe considerar de una parte que las empresas, aunque sus pasivos han aumentado respecto al patrimonio, han sustituido ligeramente el crédito del sector financiero por recursos internos: capital (nuevas emisiones de acciones), utilidades de operación, depreciación, utilidades retenidas, pasivos laborales, y otros pasivos. (En la sección II se discutirá en detalle este caso). Ahora bien, bajo crecimiento del crédito y baja inversión significan desfinanciación de la industria en general, como veremos más adelante.

Esta situación explica por que un "bajón" de la demanda agregada, complementada con restricciones de crédito como el que se produjo entre

1980-1983 lleva a la parálisis del sector y agrava la situación general de la economía.

También se debe considerar otro punto. De cada peso prestado, ahora se le financia a la industria un mayor valor agregado, debido a aumentos en eficiencia tecnológica y en productividad, moviendo ahora muchos menos pesos por la misma cantidad de producto. Naturalmente que esto tiene un límite y extremarlo puede retardar su crecimiento y el de toda la economía. Ahora bien, mientras la productividad del sector industrial aumenta más rápido que la productividad de los otros sectores, la situación mostrada por el Cuadro 12 es factible. Más aún, aunque el crédito esté asignado al sector construcción y al comercio, las demandas derivadas de estos sectores se hacen en bienes producidos por la industria, de allí que el crecimiento del crédito de estos últimos "arrastra" el crecimiento agregado "de bienes industriales", generando fuentes internas de fondos, como son las utilidades retenidas y los pasivos no financieros de crédito de proveedores y laborales.

Por último, se debe considerar que el menor aumento relativo del producto agrícola respecto al industrial hace que la participación industrial aumente respecto a la agrícola. La agricultura pierde un tercio de su participación en estas dos últimas décadas. Tuvo la mayor participación al inicio de los años 70; hoy se asemeja en participación a la del comercio, por debajo de la construcción y otros.

La disminución relativa del crédito agrícola no va acompañada de aumentos suficientes en productividad y puede representar un cuello de botella al crecimiento económico en general, y en particular a la agroindustria.

De una parte el mayor crecimiento de las ciudades relativo al campo necesariamente significa que debe crecer la productividad y / o la frontera agrícola para alimentar ahora a una mayor población urbana. De otra parte, como el gasto en alimentos constituye el rubro más alto del presupuesto familiar para el 70% de la población, los aumentos en la demanda agregada nominal, más rápidos que el crecimiento necesario de la oferta alimentaria, se tradujeron en inflación, restándole al consumidor promedio poder adquisitivo y capacidad de demanda e impidiendo el crecimiento.

En síntesis un desarrollo económico basado en un sector líder debe tener un equilibrio crediticio sectorial para que se traduzca en crecimiento y no en inflación.

b. Créditos según plazos.

La construcción es una actividad financiada a largo plazo, por tanto, al aumentar el crédito dedicado a la construcción debería aumentar la partici-

CUADRO 13
Crédito vigente según plazos a precios constantes
de junio de 1970

Años	Corto	Mediano	Largo	Total
1970	10724	6460	9047	26231
1971	10121	6561	10456	27138
1972	9505	5757	11349	26611
1973	11241	5016	11037	27294
1974	11871	4093	10461	26425
1975	12916	3934	10470	27320
1976	14050	4179	9768	27997
1977	16246	6036	10406	32688
1978	16616	6820	11265	34701
1979	14663	5756	11043	31462
1980	19847	6298	11979	38124
1981	27482	5584	11472	44538
1982	26264	5927	12433	44624
1983	28101	8026	15134	51261
1984	25717	8648	18098	52463
1985	25976	8311	19756	54043
1986	25312	8136	19886	53334
1987	22618	9867	20265	52750

Fuente: Revista Mensual Banco de La República

CUADRO 14
Participación del crédito vigente según Plazos

Años	Corto	Mediano	Largo	Total
1970	40.9	24.6	34.5	100.0
1971	37.3	24.2	38.5	100.0
1972	35.7	21.6	42.6	100.0
1973	41.2	18.4	40.4	100.0
1974	44.9	15.5	39.6	100.0
1975	47.3	14.4	38.3	100.0
1976	50.2	14.9	34.9	100.0
1977	49.7	18.5	31.8	100.0
1978	47.9	19.7	32.5	100.0
1979	46.6	18.3	35.1	100.0
1980	52.1	16.5	31.4	100.0
1981	61.7	12.5	25.8	100.0
1982	58.9	13.3	27.9	100.0
1983	54.8	15.7	29.5	100.0
1984	49.0	16.5	34.5	100.0
1985	48.1	15.4	36.6	100.0
1986	47.5	15.3	37.3	100.0
1987	42.9	18.7	38.4	100.0

Fuente: Cuadro No. 13.

CUADRO 15
Relaciones Seleccionadas entre Ahorro Financiero
Transferible Bruto
Fondos Prestables Netos, Crédito Total y PIB

Años (Dic)	CT / AFTB	CT / FPB	CT / FPN	AFTB / PIB	CT / PIB
1970	3.52	1.17	1.45	0.07	0.26
1971	3.57	1.16	1.42	0.08	0.28
1972	2.88	0.98	1.19	0.08	0.24
1973	2.67	1.02	1.26	0.10	0.27
1974	2.71	1.02	1.24	0.11	0.29
1975	2.51	0.99	1.20	0.11	0.28
1976	2.11	0.95	1.16	0.13	0.28
1977	2.01	0.96	1.19	0.14	0.27
1978	1.87	0.91	1.14	0.15	0.27
1979	1.90	0.92	1.17	0.14	0.26
1980	1.77	0.95	1.18	0.17	0.29
1981	1.59	0.94	1.13	0.21	0.32
1982	1.59	0.96	1.14	0.21	0.32
1983	1.61	1.00	1.14	0.24	0.36
1984	1.68	1.04	1.22	0.23	0.37
1985	1.64	1.03	1.17	0.25	0.41
1986*	1.46	0.94	1.09	N.D.	N.D.
1987*	1.40	0.91	1.00	N.D.	N.D.

Fuente: Cuadro 7 y 9 DANE.

AFTB = Ahorro Financiero Transferible Bruto.

FPB = Fondos Prestables Brutos.

FPN = Fondos Prestables Netos (Col. 4 Cuadro 9).

PIB = Producto Interno Bruto.

* Provisionales.

N.D. = No Disponible.

pación de la financiación a largo plazo (Cuadro 13). Pero una economía con inflación de dos dígitos, en promedio superior al 20% en los últimos 8 años, tiende al crédito a corto plazo tanto por la oferta de crédito, al incentivar activos financieros más líquidos, como por el lado de la demanda al desincentivar el ahorro financiero y el ahorro real a favor del consumo. Esto último fue lo predominante en la estructura de plazos del crédito en Colombia hasta 1983 (Cuadro 14). Desde entonces, hasta el presente, el largo plazo gana participación a niveles similares a los inicios de los años 70, no obstante que el nivel de la inflación actual es superior al de entonces. (Cuadro 13) (Cuadro 14).

4. Relaciones Seleccionadas entre Agregados Financieros y PIB

La profundización financiera que se analizó en el Cuadro 2 de este trabajo y que determinó que concluyésemos que la reforma financiera

iniciada con las UPAC en 1973 y continuada en 1974 y luego en 1980, significando una mayor liquidez para la economía, se complementa con otras relaciones en el Cuadro 15. Se observa de una parte que el ahorro financiero transferible bruto pasó del 7% del PIB en 1970 al 25.9% en 1985, es decir, de cada peso de valor agregado cuenta con un potencial (bruto) de ahorro financiero de 25 centavos, es decir, un incremento del 350%. Así también, el crédito como proporción del PIB ha aumentado sustancialmente (157%), confirmando lo observado en ese Cuadro 2. Es decir, la economía ha gozado de suficiente liquidez monetaria y suficiente liquidez financiera. (*Cuadro 15*).

No obstante este crecimiento, el ahorro financiero no está siendo utilizado en todo su potencial. Esto lo muestran las columnas que relacionan el crédito con el ahorro financiero bruto y los Fondos Prestables Brutos y Netos. Es decir, al pasar del pasivo de las Instituciones Financieras al activo de las mismas se pierde gran parte de la profundización monetaria y financiera. Todas estas medidas muestran como para cada peso de ahorro financiero —en sus tres definiciones— se financia menos crédito. Esto se explicaría por tres posibles causas: o porque hay menor rotación de la relación ahorro-crédito, y / o porque existen otras “congelaciones de dinero” no captadas en este estudio (las que se incluyeron muestran que ahora hay menos activos “congelados” —ver Cuadro 10) o porque han crecido las necesidades del fondo para los activos no financieros en las instituciones financieras. Estos incrementos serían favorables, en el sentido de una “holgura” de la economía si una disminución del ahorro financiero se reemplazara transitoriamente con una mayor “velocidad” de la relación ahorro financiero-crédito, tal que la inversión real no se disminuyera. Lo contrario es una pérdida de eficiencia del ahorro financiero y del crédito.

En síntesis hasta lo presente: la gran profundización monetaria y financiera no está siendo utilizada como una gran profundización crediticia aunque ahora contamos con una mayor proporción de crédito en la economía (Crédito / PIB). De este crédito los sectores menos favorecidos han sido la agricultura y la industria, sobre todo esta última, que ni siquiera ha tenido un incremento real igual al de la economía; por el contrario, su crecimiento real ha sido bien bajo al punto que sólo alcanza el 1% para el período analizado.

D. EL SECTOR REAL

El ahorro financiero se convierte en crédito y este crédito finalmente financia la inversión de la economía. El análisis de la inversión y su

relación con el crédito nos mostrará qué tan importante ha sido esta variable en la financiación de la formación de capital fijo de nuestra economía y en particular de la industria.

1. La Inversión Total y por Sectores de la Actividad Económica. La Industria Manufacturera

Los Cuadros 16 y 17 muestran los datos de inversión desde principios de la década pasada hasta 1986, último disponible. Para todos los sectores tenemos datos hasta 1983; entre esta fecha y 1986 sólo para industria manufacturera, la construcción y la agricultura. La inversión real total creció a una tasa de 3.1% promedio anual, cifra inferior al crecimiento del PIB para el mismo período e inferior también al crecimiento de M2 y M3, del ahorro financiero y del crédito. Este crecimiento vino acompañado de cambios sustanciales en su composición. Así, la inversión en el sector público, que en 1970 era importante (la tercera parte del total), ocupa la mitad de los recursos de ahorro del país. Este crecimiento se logra a expensas de la agricultura, Otros (el resto de sectores no incluidos en este análisis, tales como educación privada, salud privada, transporte, bienes durables del hogar y afines, etc) y recientemente la industria. (Cuadros 16 y 17).

No obstante no disponer de los datos de la inversión pública entre 1983 y 1986, se puede concluir que ésta no ha disminuido su participación y que tal vez la ha aumentado, ya que los sectores más importantes en inversión, como son industria y construcción disminuyeron su participación en relación con 1983.

La inversión en vivienda se ha mantenido oscilando entre el 13% y 18%, con promedio de 15.2% para el período analizado.

La industria muestra un comportamiento también oscilante (24-13%) aunque mayor al de la construcción. Sus niveles también son superiores al de este sector (17.2% promedio), destacándose los bajos niveles obtenidos en los últimos tres años, los menores en toda la serie analizada.

Los años 71 a 73 fueron de una alta inversión industrial, cayendo entre el 74 y 76 a niveles bastante bajos del período analizado, recuperándose nuevamente entre el 77 y 79, cayendo nuevamente entre 1980 y 1981 para recuperarse entre 1982 y 1983 y caer nuevamente entre 1984 y 1986.

Los resultados anteriores muestran, contrario a lo que se cree, una inversión en construcción bastante estable, con tendencia más a perder participación que a ganarla con una inversión públicamente gananciosa en participación a expensas de la agricultura y de los demás sectores de la actividad económica, y con una industria que, con un ciclo no muy grande, pierde, recupera y vuelve a perder su participación promedio.

CUADRO 16
Inversión Total y por rubros seleccionados
(Precios Corrientes en \$ Millones)

Años	Inversión Total	Sector Público	Industria Manufacturera	Sector Agrícola	Vivienda (Hogares)	Otros
1970	23919	6962	3643	1518	4056	7298
1971	27302	8670	6466	1459	4529	8558
1972	30486	11236	5915	1760	4528	6293
1973	38416	13212	7612	2164	6764	8002
1974	52843	15067	8306	2734	8475	17466
1975	62129	21020	10589	3449	8876	17282
1976	84571	28751	13223	3991	11515	26009
1977	104041	45318	19550	4694	16505	15997
1978	139897	47298	26186	6153	25383	32329
1979	183325	63559	32727	6882	30353	47273
1980	264894	110593	38742	10995	35695	62845
1981	350048	145717	55295	13547	45556	80698
1982	436091	201034	86034	14368	57619	66230
1983	512780	252825	102791	16654	79970	47233
1984	651159	ND	85267	17075	97862	ND
1985	870466	ND	118734	18120	121966	ND
1986	1183749	ND	168013	25950	169956	ND

Fuente: Cuentas Nacionales. DANE.

CUADRO 17
Inversión Total y por rubros seleccionados
(Participaciones)

Años	Inversión Total	Sector Público	Industria Manufacturera	Sector Agrícola	Vivienda (Hogares)	Otros
1970	100.0	29.1	15.2	6.3	17.0	30.5
1971	100.0	31.8	23.7	5.3	16.6	31.3
1972	100.0	36.9	19.4	5.8	14.9	20.6
1973	100.0	34.4	19.8	5.6	17.6	20.8
1974	100.0	28.5	15.7	5.2	16.0	33.1
1975	100.0	33.8	17.0	5.6	14.3	27.8
1976	100.0	34.0	15.6	4.7	13.6	30.8
1977	100.0	43.6	18.8	4.5	15.9	15.4
1978	100.0	33.8	18.7	4.4	18.1	23.1
1979	100.0	34.7	17.9	3.8	16.6	25.8
1980	100.0	41.7	14.6	4.2	13.5	23.7
1981	100.0	41.6	15.8	3.9	13.0	23.1
1982	100.0	46.1	19.7	3.3	13.2	15.2
1983	100.0	49.3	20.0	3.2	15.6	9.2
1984	100.0	ND	13.1	2.6	15.0	ND
1985	100.0	ND	13.6	2.1	14.0	ND
1986	100.0	ND	14.2	2.2	14.4	ND

Fuente: Cuadro No. 16.

CUADRO 18
FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO POR SECTORES INSTITUCIONALES
 (%)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
1. Sociedades y Cuasosociedades No Financieras	57.65	58.02	48.01	43.69	47.27	51.57	54.31	49.86	49.70	50.09	49.03	49.05	51.40	49.10	54.06	63.09	64.29
Empresas Públicas	11.50	14.10	16.87	11.40	9.10	16.93	17.42	24.04	16.40	16.74	19.39	18.38	24.75	28.03	0.00	0.00	0.00
Empresas Privadas	46.15	43.92	31.14	32.30	38.17	34.63	36.89	25.82	33.24	33.35	29.64	30.68	26.65	21.07	0.00	0.00	0.00
2. Instituciones Financieras	2.11	2.73	3.58	3.03	3.20	3.27	2.18	2.55	2.67	2.74	3.59	3.97	3.34	4.50	2.43	1.60	1.28
3. Administraciones Públicas	17.61	17.66	19.99	23.00	19.41	16.90	16.57	19.52	17.40	17.49	22.36	23.25	21.58	20.90	20.29	15.72	13.66
Administración Central	13.10	14.17	16.14	17.04	12.50	10.83	10.35	12.75	11.76	10.05	13.52	13.85	13.11	12.69	0.00	0.00	0.00
Administración Local	4.03	2.86	3.31	5.54	6.56	5.24	5.67	6.23	5.25	6.21	6.81	7.73	7.11	7.14	0.00	0.00	0.00
Administración de Seguridad	0.48	0.63	0.54	0.42	0.36	0.83	0.55	0.54	0.40	1.67	2.01	1.67	1.36	1.08	0.00	0.00	0.00
4. Hogares	22.63	21.59	28.43	30.28	30.12	28.18	26.94	28.07	30.23	29.24	25.02	23.72	23.69	25.50	23.22	19.58	20.77
Por concepto de Vivienda	16.96	16.59	14.85	17.61	16.04	14.29	13.62	15.86	18.14	16.56	13.48	13.01	13.21	15.60	0.00	0.00	0.00
Otros	5.67	5.00	13.57	12.67	14.08	13.90	13.32	12.21	12.08	12.68	11.55	10.71	10.47	9.91	0.00	0.00	0.00
TOTAL	100.0																

Subsectores de las Instituciones Financieras: **Fuente:** Cuadro DANE

1. Instituciones Monetarias.
2. Seguros y Cajas de Pensiones.
3. Otras Financieras.

Desde el punto de vista financiero es muy significativo, porque la inversión pública no tiene su mayor fuente de fondos de crédito en el sector financiero, sino en las tesorerías de los diferentes niveles del poder público y en las empresas descentralizadas, y en el crédito externo. Además, se trata de una inversión de largo plazo. Es decir, si sumamos este "crédito" al financiero de largo plazo, nos mostraría una distribución del crédito netamente de largo plazo.

De otra parte, esta inversión determina un modelo de la economía que se caracteriza por la inversión de largo plazo en infraestructura, de tipo social que no produce altas tasas de crecimiento en el corto plazo sino una moderada de largo plazo, a diferencia de otra estructura de inversión, en donde la inversión privada en industria, agricultura, construcción y otras fuesen las predominantes. Más aún, gran parte de la inflación de la economía del país se explica por este modelo de inversión contrapuesto a la estructura de gasto familiar.

2. La Inversión por Sectores Institucionales.

Empresas privadas

El Cuadro 18 nos muestra quiénes hacen la inversión en Colombia. Aquí también se ha presentado un cambio estructural profundo. Las sociedades descentralizadas del Estado han pasado a ser los mayores inversionistas en Colombia, por encima de la empresa privada. Los hogares que eran los segundos principales inversionistas en Colombia al iniciar la década pasada, pasan a una tercera posición. La suma de la inversión de las empresas descentralizadas del Gobierno y de las administraciones públicas representan el 50%, confirmando lo obtenido en el Cuadro 17. (*Cuadro 18*).

Se destaca en este Cuadro el repunte de la inversión de las sociedades a partir de 1984, con disminución en todos los demás sectores, en particular la Administración Pública y el sector financiero. Se captan así los efectos negativos que ha registrado el sector financiero desde que empezó su crisis en 1982.

E. ANÁLISIS DE RELACIONES ENTRE SECTOR FINANCIERO Y SECTOR REAL

En síntesis, los resultados generales de la profundización financiera son distintos a los específicos, en particular a los de la industria manufacturera. Si bien la profundización significó una mayor liquidez para la economía en general, monetaria (M2 y M3) y financiera (ahorro financiero bruto y

CUADRO 19
Relaciones Seleccionadas de Inversión

Años (Dic)	INV / PIB	INV / C.V.	INV / AFTB	INV / FPN	INV-NP / PIB	INV-NP / C.V.	INV-NP / AFTB
1970	18.0	0.90	2.42	1.31	0.12	0.6	1.7
1971	17.5	0.85	2.27	1.18		(1.66)	(0.588)
1972	16.1	0.79	1.90	1.01			
1973	15.6	0.76	1.55	0.94			
1974	16.4	0.79	1.53	0.92			
1975	15.3	0.74	1.37	0.87	0.098	0.5	0.9
1976	15.9	0.79	1.19	0.83		(2.00)	(1.11)
1977	14.5	0.70	1.07	0.82			
1978	15.4	0.74	1.04	0.81			
1979	15.4	0.82	1.09	0.86			
1980	16.8	0.79	0.99	0.82	0.094	0.4	0.6
1981	17.7	0.75	0.83	0.71		(2.50)	(1.67)
1982	17.5	0.73	0.82	0.72			
1983	17.2	0.64	0.71	0.61	0.081	0.3	0.3
1984	17.0	0.62	0.74	0.65		(3.3)	(3.33)
1985	17.5	0.65	0.72	0.61			
1986	17.7	0.72	0.74	0.67			

Notas: INV = Inversión Total. Fuente: Cuadro 16

PIB = Producto Interno Bruto. Fuente: Cuadro Cuentas Nacionales Dane.

CV = Crédito Vigente. Fuente: Cuadro 11.

AFTB = Ahorro Financiero Transferible Bruto. Fuente: Cuadro 7.

FPN = Fondos Prestables Netos. Fuente: Cuadro 9.

INV-NP = Inversión Sector Público. Cuadro 16.

() Significa el inverso del valor sin paréntesis.

fondos prestables brutos), el crédito no tuvo la misma tasa de aumento del ahorro financiero. Mucho menos se tradujo la profundización, ni el aumento en el crédito, en un crecimiento de la inversión total, la cual se ha mantenido oscilando alrededor del 18%-20% del PIB en los últimos 18 años. Hoy, en general, hay más pesos en el sistema de crédito por peso invertido (Cuadro 19), por lo tanto hay muchos más pesos de fondos prestables y de ahorro financiero que de inversión. Por lo tanto hay mucho más ahorro financiero que ahorro real. (Cuadro 19).

Adicionalmente, mientras se daba la profundización financiera, la economía registró un cambio estructural muy grande. De una parte, este cambio se manifestó en aumentos considerables de la inversión pública, pasando a ser la mitad de la inversión total, caracterizando un modelo de desarrollo de inversión estructural de largo plazo, de tipo social, con tasas de crecimiento más bajas que se distribuyen en un horizonte de muchos años. La industria y la agricultura disminuyeron su participación en la inversión total; como ésta se mantuvo constante como proporción del PIB, significa que disminuyeron sus montos de inversión (Cuadro 19).

CUADRO 20
Relaciones Seleccionadas de Inversión Industrial, PIB
y Crédito Industrial

AÑO	INV. IND. / PIB	CRED. INT. / INV. IND.	CRED. IND. / PIB. IND.
1970	0.027	1.56	
1975	0.026	1.14	0.127
1980	0.025	1.18	0.123
1983	0.034	1.11	0.179
1986	0.025	1.01	0.108

Fuente: INV. IND. = Inversión Industrial.
 CRED. IND. = Crédito Industrial.
 PIB. IND. = Pib Industrial.
 Cuadros 16, 12 y DANE.

De otra parte, la profundización modificó la estructura de crédito. En este crecimiento financiero, la industria redujo sustancialmente su participación relativa con aumentos muy pequeños en su crédito real. Sin embargo, esta reducción relativa se tradujo en disminución del crédito industrial en la inversión industrial (Cuadro 20, columna 2). La inversión industrial respecto al PIB es la misma tanto en 1970 como en 1986, en tanto que la relación de crédito industrial a PIB industrial disminuye, significando finalmente esto, dada la desfinanciación global de la industria, crecimientos en productividad. (*Cuadro 20*).

Así, el crecimiento de los sectores distintos a la industria que se financian con crédito del sector financiero, requieren en alto grado cantidades de recursos de crédito provenientes del ahorro financiero privado. Si bien estos no se traducen en un crecimiento de la inversión real en esos sectores, en particular los de la construcción, se traducen en crecimiento derivado del producto en el sector manufacturero, apoyado además por las demandas derivadas que hacia este sector hace la inversión pública.

II. ANÁLISIS MICROECONÓMICO

Como complemento del análisis macroeconómico presentado en la sección anterior, haremos una breve presentación de algunos aspectos microeconómicos del problema de financiación industrial.

Hay varias fuentes de información para desarrollar este tipo de estudios: Muestras de balances de las empresas y Muestras de la actividad general de las empresas.

La Muestra de Balances de empresas más conocida es la de la Superintendencia de Sociedades. Esta muestra ha sido analizada a lo largo del

CUADRO 21
INDICE DE PRECIOS AL POR MAYOR

FACTOR DE CONVERSION	
Jun. 1970	1.0000
Dic. 1970	1.0170
Dic. 1971	1.1851
Dic. 1972	1.4472
Dic. 1973	1.8547
Dic. 1974	2.5384
Dic. 1975	3.0756
Dic. 1976	3.9141
Dic. 1977	4.6644
Dic. 1978	5.6712
Dic. 1979	7.3154
Dic. 1980	9.1724
Dic. 1981	11.3304
Dic. 1982	14.1170
Dic. 1983	16.6521
Dic. 1984	20.1812
Dic. 1985	24.8182
Dic. 1986	30.8685
Dic. 1987	38.6393

Fuente: Revista Banco de la República y Cálculo Autores.

tiempo por diversos autores (Cuadro 21), y está siendo estudiada detalladamente en este momento por el Dr. Ricardo Chica. La muestra tiene problemas que dificultan la comparación a lo largo del tiempo. Entrar en el tratamiento detenido de estos problemas tomaría mucho más tiempo que el que tuvimos disponible para la elaboración de esta ponencia, por esta razón no ponemos al día análisis anteriores de esta información. (*Cuadro 21*).

**A. MUESTRA DE 30 EMPRESAS MANUFACTURERAS
INSCRITAS EN LA BOLSA DE BOGOTÁ**

Se partió de 36 Empresas del Sector manufacturero inscritas en la Bolsa de Bogotá presentemente.

Se redujeron a 26 por no contar con los Balances originales de las empresas para los años seleccionados (1970, 1976, 1980, 1983, 1987). Se añadieron cuatro empresas que estuvieron inscritas en la Bolsa hasta años recientes, conformándose el número de 30. En el apéndice de este trabajo se citan dichas empresas incluídas dentro del sector al cual pertenecen.

CUADRO 22
ESTRUCTURA DE LAS PARTICIPACIONES MUESTRA 30
EMPRESAS MANUFACTURERAS INSCRITAS EN BOLSA DE BOGOTÁ

CONCEPTO - AÑO	1970	1976	1980	1983	1987
Prestaciones Sociales	0.6	1.4	1.9	1.7	1.9
Créditos Bancos	10.9	15.6	14.7	12.5	5.9
Proveedores	2.5	4.5	3.5	3.2	2.9
Otros Pasivos Corrientes	8.6	10.5	9.2	11	9.1
1. PASIVOS CORTO PLAZO	22.6	32	29.3	28.5	19.7
Prest. Sociales L.P.	2.6	10.1	12.2	13	12.1
Créditos Bancos M / L.	9.0	8.6	18.6	23.5	19.6
Otros Pasivos L.P.	1.9	3.2	3	2.3	3.6
2. PASIVOS LARGO PLAZO	13.5	22.0	33.9	38.7	35.4
3. TOTAL PASIVOS (LP + CP)	36.1	54.0	63.2	67.2	55.1
4. PATRIMONIO	47.2	32.9	22.4	9.7	17.8
Capital + Patrim.	17.8	10.5	9.7	6.1	3.7
Ganan. Ret.	22.2	14.1	7.7	2.3	4.9
Utilidad Ret.	7.0	8.1	5.0	1.3	9.2
5. VALORIZACIONES	16.7	13.0	14.4	23.1	27.1
Pasivos + Patrimonio + Valorizaciones (3 + 4 + 5)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Balance de las Empresas.

1. Estructura de las Participaciones

Se observa en el Cuadro 22 un resultado ya ampliamente conocido por todos: la pérdida sustancial de patrimonio y el mayor endeudamiento de las empresas. (Cuadro 22).

Hemos preferido computar las valorizaciones como un rubro independiente, para revelar con mayor crudeza la descapitalización de la empresa manufacturera colombiana, representada por la muestra de estas 30 empresas grandes.

Las valorizaciones han venido ganando participación en los Balances de las empresas al punto que en 1987 son más de la cuarta parte del total de estas. Las valorizaciones, si bien proveen apalancamiento —capacidad de crédito— no es una fuente interna de recursos. La disminución es debida entre otras cosas a la disminución de las utilidades de las empresas. El alto porcentaje de utilidades operacionales reflejado en 1987 se debe a que los otros rubros del patrimonio han crecido más lentamente que las utilidades. Como veremos más adelante, estas han disminuído notablemente.

CUADRO 23

**ESTRUCTURA DE ACTIVOS (FORMA ESTANDAR) MUESTRA DE 30
EMPRESAS MANUFACTURERAS INSCRITAS
EN LA BOLSA DE BOGOTA**

CONCEPTO - AÑO	1970	1976	1980	1983	1987
Cuentas por Cobrar Netas	11.0	15.0	11.1	8.4	9.5
Intereses Netos	18.8	26.0	22.5	16.1	15.2
Demás A. Corrientes	10.1	12.5	16.5	12.4	14.2
1. ACTIVOS CORRIENTES	39.9	53.5	50.1	36.9	38.9
Invers. L.P. Netas	9.8	9.8	8.2	8.6	6.7
Activos Fijos Netos	23.6	20.5	17.6	27.4	22.5
Demás Activos L.P.	10.0	3.1	9.8	4.0	34.0
2. ACTIVOS LARGO PLAZO	43.4	33.4	35.6	40.0	4.8
3. VALORIZACIONES	16.7	13.0	14.0	23.1	27.1
TOTAL ACTIVOS (1 + 2 + 3)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Balance de las Empresas.

En relación a los pasivos, los de corto plazo ganaron participación hasta 1980. Para 1987 sus niveles son muy semejantes a los de 1970. El crédito bancario muestra una apreciable disminución en 1987, cuando era el pasivo corriente más importante. Los otros pasivos y las prestaciones sociales ganaron participación.

Así, las ganancias en participación de los pasivos provienen del largo plazo, en particular de los pasivos laborales y de crédito. El crédito a largo plazo ha aumentado sustancialmente.

El 72% de ese crédito es moneda extranjera. Es decir, la industria manufacturera grande parece no estar utilizando el ahorro financiero interno para su financiación. Considerando que el 36% del crédito bancario de corto plazo es extranjero, quedamos con apenas el 16% de crédito interno utilizado por estas grandes empresas, liberando ahorro financiero interno para otras actividades de producción.

El cambio de pasivos de corto por largo plazo es benéfico para las empresas. En 1983 esta proporción era muy alta, agudizando la situación cuando la tasa de crecimiento de la demanda agregada disminuye como sucedió entre 1980-1984.

Si el crédito al sector industrial ha disminuído y las participaciones han disminuído, la desfinanciación y descapitalización de la industria es obvia. ¿Por qué no se reinvierten las utilidades operacionales generadas? Estas

CUADRO 24
CUENTAS SELECCIONADAS SALDOS DEBITOS
MUESTRA 30 EMPRESAS

CONCEPTO - AÑO	1970	1976	1980	1983	1987
Cuentas por Cobrar Brutas	11.7	15.1	11.6	10.0	11.7
Inventarios Brutos	19.6	25.8	23.3	18.8	18.7
Demás Activos C.P.	10.4	12.2	16.9	13.9	17.1
1. ACTIVOS BRUTOS CORTO PLAZO	41.70	53.16	51.74	42.66	47.51
Inversiones Brutas L.P.	10.5	10.0	8.7	10.3	8.4
Activos Fijos al Costo	37.5	33.8	29.5	42.5	38.3
Demás Activos L.P.	10.3	3.1	10.1	4.6	5.8
2. ACTIVOS LARGO PLAZO	58.3	46.84	48.26	57.34	52.5
Total Activos (1 + 2)	100	100	100	100	100

Fuente: Balance de las Empresas.

han disminuído notoriamente como lo muestra el Cuadro 27. Es decir, tampoco es que quede mucho para la concentración de conglomerados.

2. Estructura de los Activos

En lugar de tomar la presentación estándar del Cuadro 23, se tomó la del Cuadro 24, en donde se presenta un balance con saldos débitos solamente, excluyendo las provisiones y la depreciación. También se excluyeron las valorizaciones. (*Cuadros 23 y 24*).

Contrario de la estructura pasiva, aquí gana participación el corto plazo respecto al largo plazo, primero por aumento de inventarios, y más recientemente por aumentos en "los demás activos de corto plazo". En este rubro se encuentran las inversiones líquidas de tesorería.

En el largo plazo se observa cómo hasta 1983 la inversión en activos fijos perdía participación, es decir, un "sector manufacturero" relativamente cada vez más pequeño. Esta situación se revierte en 1983. El último año (1987) se parece a 1983. Se parece, porque en términos absolutos relativos es una inversión menor.

3. Fuentes y Usos de Fondos

Prácticamente no existen fuentes activas y usos pasivos con los datos y para el período analizado. El período 1980-83 no es típico en la serie

CUADRO 25
FUENTES PASIVAS Y ACTIVAS - PARTICIPACIONES

	1976-70	1980-76	1983-80	1987-83
FUENTES PASIVAS				
Pres. Sociales C.P.	1.9	2.3	1.9	2.4
Créditos Bancos C.P.	17.5	14.6	12.7	2.4
Proveedores C.P.	5.5	3.1	3.5	3.3
Otros Pv. C.P.	11.1	8.7	15.4	9.9
Pres. Sociales L.P.	14.0	13.5	16.5	14.5
Créditos Bancos L.P.	8.0	24.1	33.6	21.7
Otros P.V. L.P.	3.9	3.1	1.9	5.6
Capital y Patrimonio	5.8	9.6	3.3	2.8
Gan. Ret.	8.9	4.6	-	8.0
Utilidad Per. Car.	8.5	3.5	-	17.4
Provisiones	1.2	0.5	1.2	0.7
Depreciaciones	13.7	10.3	10.0	11.1
SUB-TOTAL	100.0	97.9	100.0	99.7
FUENTES ACTIVAS				
Otros Activos L.P.	-	2.1	-	0.3
SUB-TOTAL	0.0	2.1	0.0	0.3
TOTAL FUENTES	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Balance Empresas.

CUADRO 26
USOS ACTIVOS Y PASIVOS - PARTICIPACIONES

	1976-70	1980-76	1983-80	1987-83
USOS ACTIVOS				
Ctas. por Cobrar Brutas C.P.	16.9	9.7	7.5	12.9
Inventarios Brutos C.P.	29.1	21.7	12.7	18.6
Otros Activos Corrientes	13.1	20.0	9.8	19.2
Invers. Br. L.P.	9.9	7.9	11.3	7.2
Activo Fijo Bruto	31.4	27.2	5.3	35.5
Otros Activos L.P.	-	13.5	-	6.6
SUB-TOTAL	100.0	100.0	94.4	100.0
USOS PASIVOS				
Ganancias Ret.	-	-	3.1	-
Utilidad Per. Corr	-	-	2.5	-
SUB-TOTAL	0.0	-	5.6	0.0
TOTAL USOS	100.0	100.0	100.0	100.0

CUADRO 27
Estructura de Costos de la Industria Manufacturera
Materias Primas

Años	Producción	C. Inter-medio	Totales	Mat. Pri-mas Nales.	Importadas	Energía	Indus-triales
1970	100.0	57.6	51.4	30.3	13.1	0.7	5.5
1971	100.0	56.8	50.3	37.5	12.8	0.7	5.7
1972	100.0	59.7	53.0	39.5	13.5	0.6	6.0
1973	100.0	59.7	53.0	40.9	12.1	0.7	6.0
1974	100.0	59.1	52.1	39.2	12.9	0.7	6.3
1975	100.0	59.6	53.2	39.8	13.4	0.7	5.7
1976	100.0	59.7	53.2	40.4	12.8	0.8	5.7
1977	100.0	57.7	49.9	37.1	12.8	0.8	7.8
1978	100.0	57.8	49.8	36.7	13.1	0.9	7.1
1979	100.0	56.4	48.0	35.4	12.6	0.9	7.5
1980	100.0	56.7	47.0	34.5	12.5	0.9	8.8
1981	100.0	56.7	46.6	34.3	12.3	1.1	9.0
1982	100.0	59.7	49.4	35.7	13.7	1.3	9.0
1983	100.0	60.1	51.4	36.8	13.9	1.5	7.2
1984	100.0	59.8	52.4	38.1	14.4	1.5	5.9
1985	100.0	60.1	53.0	39.0	14.0	1.5	5.7
1986	100.0	59.5	52.2	39.4	12.8	1.5	5.8

Fuente: Encuesta Anual Manufacturera DANE.

analizada. Exceptuándolo, se tiene (Cuadro 25) que la mayor fuente de fondos individual cambió del crédito bancario de corto plazo al crédito bancario de largo plazo. Los dos conceptos sumados son el 25% del total de fuentes (tanto en 1970 como en 1987). La segunda fuente en importancia la ponen las prestaciones sociales de largo plazo; sumadas a las de corto plazo, dan un 17% de fuente de financiación. La depreciación es la tercera fuente de fondos en importancia, con excepción de 1987, cuando las utilidades del período fueron la segunda. Las tres fuentes patrimoniales —capital, ganancias retenidas y utilidades corrientes, individualmente nos muestran mucha significación, en tanto que agregados son más importantes que la depreciación y los pasivos laborales. (Cuadro 25).

En cuanto a usos (Cuadro 26) se ve claramente el proceso de desinversión, recuperándose entre 1983 y 1987.

Se puede argumentar que las fuentes de fondos y patrimonio son inferiores a la inversión bruta. Es cierto, pero son inferiores a esta más los inventarios. De otra parte, no se puede concluir que porque son suficientes para financiar la inversión en activos fijos brutos no se debe incentivar la capitalización y el crédito a este sector productivo. La falacia es clara ya que creemos, se ha mostrado con abundancia de detalles, que es un sector descapitalizado y desfinanciado. Comparar los incrementos en participación en el PIB no son suficientes. (Cuadro 26).

B. ENCUESTA ANUAL DEL DANE

Esta encuesta ha sido realizada por el Departamento Nacional de Estadística en forma anual desde 1958. Para los propósitos de esta ponencia decidimos tomar el mismo período 1970-1986 usado para el análisis de las variables de tipo macroeconómico.

En el *Cuadro 27* se presentan las relaciones más importantes entre tipos de gasto de las empresas y el valor de la producción de las mismas.

1. Consumo Intermedio y Valor Agregado

Las relaciones Consumo Intermedio / Producción, y Valor Agregado / Producción han sido bastante estables, la última de ellas ha oscilado alrededor de un 42%, tomando los menores valores, 39.9% en 1983 y 1985 y el mayor, 43.69% en 1976. La relación bajó inicialmente, hasta 1973, luego aumentó hasta 1979 para bajar durante la recesión y aumentar durante los últimos años de recuperación de la producción industrial. Este comportamiento se explica por el movimiento de los precios de los distintos rubros; durante la recesión los precios de los productos industriales no aumentaron tanto como lo hicieron algunos componentes del consumo intermedio, en particular precios de las materias primas, especialmente las importadas, y tarifas de los servicios públicos.

Algunos de los componentes del consumo intermedio variaron de modo importante su participación. La relación entre materias primas y producción no varió mucho, osciló alrededor del 50%, pero la composición de ellas entre nacionales y extranjeras, sufrió cambios muy importantes en la década de los 80. Las importadas, que eran alrededor de un 25% de los totales durante los años 70, subieron a ser un 28% en la primera parte de los 80 para bajar a sus niveles "normales" en 1986. Los gastos en energía eléctrica se duplicaron como porcentaje del valor de la producción, al pasar de ser un 0.7% al principio de los años 70 a ser un 1.5% en los años 80. Esto se debió principalmente al aumento en las tarifas industriales de energía eléctrica. Los gastos industriales crecieron, pasando de un 5.5% en 1970 a un 9% en 1982, volviendo a bajar a un 5.8% en 1986. Estos movimientos se deben fundamentalmente al aumento en las tarifas de acueducto y teléfonos y a las oscilaciones de los precios de combustibles y lubricantes.

2. Remuneración a los Trabajadores

La remuneración a los trabajadores está alrededor de un 13.5%, con variaciones entre un 11% del valor de la producción en 1972 y un 15% en 1970, 1982 y 1983. La relación baja entre 1970 y 1972 para luego

crecer muy lentamente entre este año y 1981, crece muy rápidamente entre 1982 y 1983 para disminuir hasta 1986. Estas fluctuaciones se deben a varias causas. Como sucede con los precios ya mencionados, el salario aumentó en la recesión más de lo que aumentaron los precios de los productos industriales. Por otra parte, es clara la existencia de un rezago entre movimientos en la producción y movimientos en el empleo. Al iniciarse la recesión, en 1980, el empleo no disminuyó inmediatamente, y al terminarse, alrededor de 1984, el empleo tampoco aumentó en la misma forma que la producción.

Si bien la relación entre Remuneración a los Trabajadores y Producción permanece razonablemente estable, no sucede lo mismo con las formas que toma dicha remuneración. La parte que se da en prestaciones aumenta a lo largo del tiempo de un 30% de la remuneración total en 1970 a un 45% en 1983 y 1984 para bajar ligeramente, a un 42% en 1986. Estos cambios se han dado por varias razones: cambios en el efecto de la legislación laboral, debidos principalmente al efecto de la inflación sobre la retroactividad de las cesantías; aumentos en algunas cotizaciones; acuerdos entre trabajadores y patronos, ya sea con negociación colectiva o sin ella, para lograr formas de pago que los beneficien a ambos y, por último, el efecto de los despidos de trabajadores, y el consecuente pago de prestaciones, hacia el fin de la recesión. Lo que es importante anotar es como el mercado laboral se acomoda a todos estos factores obteniéndose un costo laboral total sin ninguna tendencia al alza a pesar de un aumento creciente de las prestaciones sociales.

3. Costos Financieros

A pesar de que, como ya hemos mencionado, la relación Crédito / Producción Industrial no ha aumentado, antes bien ha disminuído durante el período de análisis, los Costos Financieros, representados principalmente por pagos de intereses, han aumentado considerablemente como una proporción del valor de la Producción. Este aumento fué permanente entre 1970, cuando representaba un 1.9% del valor de la producción y 1982, cuando eran un 4.9% de la misma, a partir de este año han bajado ligeramente, hasta colocarse en un 3.8% en 1986, todavía más del doble de su valor inicial.

En este aumento pueden entrar varias causas: un aumento importante en las tasas de interés real, como consecuencia de las reformas financieras ya mencionadas; el aumento en las tasas de inflación y de las tasas de interés nominal, como bien es sabido, lleva una amortización real más rápida de las deudas, y esta aceleración de pago aparece bajo la forma de

pago de interés; un efecto de la recesión similar al ya analizado en varios puntos, según el cual el interés real no bajó mientras que los precios reales de los productos industriales sí lo hicieron; hacia el final del período, una renegociación de algunas de las deudas tanto internas como externas y un aumento de la capitalización de las empresas.

4. Ganancias

Para propósitos de esta ponencia, ganancia es lo que queda del valor de la producción después de descontar todos los gastos que figuran en el Cuadro 27, algunos de los cuales se analizaron específicamente, ya sea por no tener variaciones importantes, como es el caso de los gastos en Arrendamientos, por Seguros, Publicidad, Regalías y Depreciación, o por no ser completamente claro a qué corresponden como es el caso de Otros Gastos Generales.

Las ganancias, definidas de esta manera, disminuyen en forma apreciable a lo largo del tiempo. Eran 18% del valor de la Producción en 1971, pasaron a ser 8% en 1982, 1983 y 1984 y subieron un poco hasta el 12% en 1986. La mayor caída se debe claramente a la recesión, por los factores ya anotados de un ajuste diferencial entre los precios de los productos y muchos de los pagos que deben realizar los industriales. Dejando de lado la recesión, se presenta, sin embargo, una preocupante caída en las ganancias debida a factores de más largo plazo: servicios públicos, gastos financieros y otras causas menos claras. En consecuencia a lo largo del tiempo se ha hecho menos atractiva la inversión en la Industria Manufacturera.

III. PERSPECTIVAS PARA LOS AÑOS 90

De todo lo anterior resulta claro que existen varios problemas relacionados con el financiamiento de la Industria Manufacturera en el futuro cercano.

Es necesario estudiar la composición más adecuada entre fuentes internas y fuentes externas. Aun cuando, ya dijimos, el crédito como proporción de la producción no aumentó, sí sucedió que las empresas se sobreendeudaron, en el sentido de que la relación Deuda / Patrimonio de las empresas creció a niveles muy altos. Para conciliar estas dos fuentes de información puede decirse que lo que hubo fue una subfinanciación de la actividad industrial debido en gran parte a la muy baja capitalización de las empresas. Es necesario tratar de mejorar esta situación, para lo cual es necesario hacer más atractiva la inversión en acciones de empresas industriales. Como ya se vió, las ganancias de esas empresas como pro-

porción de la producción han bajado en forma importante. Es necesario, por lo tanto, impedir que bajen aún más, y si es posible, lograr que suba de nuevo la relación. La baja no se debe a mayores costos de materias primas ni a mayores costos laborales. Se debe en gran parte a mayores tarifas de servicios públicos, a mayores gastos financieros y a mayores costos derivados del petróleo. Se debe también a esfuerzos demasiado reducidos en el campo de la tecnología.

Las medidas que se han tomado en los últimos años sobre este tema apuntan en dos direcciones: la primera a aumentar la rentabilidad después de impuestos de la inversión en empresas (mediante la eliminación de la doble tributación), la segunda a eliminar las diferencias tributarias que favorecían las fuentes externas de la empresa. Es necesario complementar estas medidas con incentivos a las mejoras tecnológicas y debe tenerse en cuenta la situación de la Industria Manufacturera cuando se fijen las tarifas de los Servicios Públicos y los precios de los derivados del petróleo. No se trata de subsidiar a través de tarifas a la producción industrial, se trata de no aumentar las tarifas desproporcionadamente como puede suceder con las tarifas industriales de energía eléctrica en algunas zonas del país.

Es de anotarse también que la relación entre Crédito e Inversión Industrial sí aumentó. La inversión está financiada cada vez más por recursos de crédito y no por fuentes internas como parece suceder con el capital de trabajo. Es necesario pensar un poco en cuál es la magnitud de los recursos necesarios para financiar esta inversión.

Realizamos algunos ejercicios econométricos poco conclusivos entre el Crédito a la Industria y algunos de sus determinantes: tasas de interés, producción Industrial, Inversión Industrial. Las variables estudiadas no tienen un poder de explicación muy grande, aun cuando los signos obtenidos son los correctos. Es claro que este es un campo en el cual es necesario realizar estudios mucho más profundos. De estas estimaciones la que arrojó los mejores resultados fue una en la cual se estudió el cambio a través del tiempo de la relación entre Crédito e Inversión Industrial:

$$\text{Crédito / Inversión} = 0.625 + 0.0378t \quad R^2 = 0.441 \\ (2.513)$$

Usando esta relación es posible realizar alguna exploración sobre las magnitudes de crédito necesarias para financiar la inversión industrial.

Supongamos que la Industria Manufacturera crece en promedio a un 5% por año, tasa que históricamente es moderada en Colombia a pesar de la experiencia de los últimos años. Suavizando todas las fluctuaciones

CUADRO 27A
Estructura de Costos de la Industria Manufacturera
 (Continuación)

Años	Gastos Generales		Regalías	Depreciación	Otros	Ganancias
	Seguros	Publicidad				
1970	0.4	0.9	0.5	2.0	4.2	17.1
1971	0.4	1.0	0.4	2.0	4.4	17.9
1972	0.4	0.7	0.2	1.7	3.9	12.5
1973	0.4	0.9	0.3	2.3	5.0	14.6
1974	0.4	0.8	0.2	2.3	6.2	15.4
1975	0.4	0.7	0.1	2.5	6.0	14.1
1976	0.4	0.7	0.1	2.1	8.0	13.0
1977	0.4	0.8	0.1	2.3	11.3	10.8
1978	0.4	0.9	0.1	2.2	14.0	7.1
1979	0.3	0.8	0.1	2.2	12.2	11.3
1980	0.3	0.9	0.1	2.0	7.2	15.4
1981	0.4	0.9	0.1	2.0	7.4	14.0
1982	0.4	0.9	0.1	2.0	8.1	8.2
1983	0.4	1.0	0.1	1.9	8.9	7.8
1984	0.4	0.9	0.1	2.0	9.3	8.2
1985	0.4	0.9	0.1	1.9	9.6	9.8
1986	0.4	0.9	0.1	1.7	9.5	12.0

Fuente: Encuesta Anual Manufacturero DANE.

CUADRO 27B
Estructura de Costos de la Industria Manufacturera
 (Continuación)

Años	V. Agregado	Total	Remuneración		Total	Arrendamiento	Intereses
			Salarios	Prestaciones			
1970	42.4	15.0	10.5	4.5	10.3	0.5	1.9
1971	43.2	14.5	10.4	4.1	10.9	0.5	2.2
1972	40.3	11.0	7.6	3.3	9.1	0.5	2.9
1973	40.3	13.5	9.2	4.3	12.1	0.5	2.8
1974	40.9	12.0	8.1	3.9	13.2	0.4	2.9
1975	40.4	12.7	9.3	4.4	13.6	0.5	3.4
1976	40.3	12.3	7.9	4.4	15.0	0.5	3.2
1977	42.3	12.6	8.3	4.3	18.9	0.7	3.4
1978	42.2	13.8	9.4	4.4	21.3	0.4	3.2
1979	43.6	13.2	8.6	4.5	19.1	0.3	3.2
1980	43.3	13.3	8.0	3.3	14.6	0.3	3.8
1981	43.3	13.9	8.2	5.7	15.4	0.3	4.3
1982	40.3	15.3	8.6	6.7	16.8	0.4	4.9
1983	39.9	15.2	8.5	6.7	16.9	0.3	4.3
1984	40.2	14.4	8.0	6.4	17.5	0.4	4.4
1985	39.9	12.8	7.1	5.7	17.3	0.3	4.1
1986	40.5	11.8	6.4	5.3	16.8	0.3	3.8

Fuente: Encuesta Anual Manufacturera DANE.

causadas por los ciclos económicos y por indivisibilidades en las inversiones específicas, esto quiere decir que la Inversión Industrial debe crecer a una tasa similar, salvo cambios inesperados e impronosticables en la tecnología. Por lo tanto, la Inversión Industrial será, en precios de 1975 del orden de \$66.620 millones en 1990, de \$8.440 millones en 1995 y de \$10.780 millones en el 2000. A precios de hoy estas sumas son \$324.900 millones en 1990, \$414.200 millones en 1995 y \$529.000 millones en el 2000. Utilizando la ecuación anterior resulta que las magnitudes de crédito necesarias, incluyendo todas las necesidades de crédito, no solamente las de inversión, son \$461.000 millones en 1990, \$666.000 millones en 1995 y \$950.613 millones en 2000, todo en pesos de hoy. Esto resulta tomando como base para la inversión un año en el cual la industria no estaba totalmente recuperada. Hay que anotar también que la proyección no toma en cuenta los cambios que pueden presentarse en las formas de financiación por las medidas recientes. Por todo lo anterior, y por la complejidad ya mencionada del problema, las cifras anteriores sólo deben tomarse como un orden de magnitud.

Estas demandas de crédito son del tamaño de los medios de pago hoy, suponiendo que la economía crezca un poco más lentamente que la industria manufacturera, y que la elasticidad PIB de los medios de pago sea cercana a la unidad. Resulta que se necesita para financiar a la industria una cifra semejante a la de los medios de pago de la economía o un poco mayor. La cifra es también similar a las colocaciones totales de los Bancos Comerciales, cerca de seis veces las colocaciones de las Corporaciones Financieras.

El problema de la financiación se complica si se tiene en cuenta que la inversión industrial tiene indivisibilidades muy grandes, y que una proporción muy grande de estas cantidades debe ser financiada a largo plazo.

Es claro que el sector financiero colombiano no está en capacidad de financiar préstamos a largo plazo de esta magnitud.

Este es uno de los problemas más importantes que hay que resolver para garantizar el desarrollo apropiado del sector industrial en la próxima década. (*Cuadros 27A y 27B*).

NOTAS:

1. Las siguientes cinco sesiones se basan en el trabajo Aspectos Monetarios y Financieros de la Inversión en Colombia 1970-1985. Presentado a la Misión de Empleo por el Dr. Alberto Hernández García.
2. Cédulas del B.C.H., Pagarés de las Compañías de Financiamiento Comercial, Títulos de Ahorro Cafetero.

COMENTARIO Y DISCUSIÓN

Ricardo Chica Avella

Agradezco a Carlos Caballero la oportunidad de comentar la ponencia de mis colegas Alberto Hernández y Manuel Ramírez. La presentación que haré a continuación está basada tanto en trabajos previos publicados en la Revista Desarrollo y Sociedad¹ como en una investigación que me encuentro adelantando en el CEDE para el Departamento Nacional de Planeación². En este sentido debo disculparme por lo escaso de las cifras que traeré a consideración, así como por no hacer un comentario más juicioso de los datos y su manejo por parte de Alberto y de Manuel³.

Los planteamientos que haré a continuación, los cuales son convergentes con el diagnóstico negativo acerca de las condiciones financieras de la actividad manufacturera acabado de presentar, se articularán en cuatro partes, como sigue: las dos primeras secciones se concentrarán en el deterioro tanto de la liquidez crediticia como de las estructuras financieras y de capital padecido por el sector manufacturero. La tercera ubicará este proceso en el contexto de la evolución de la coyuntura y de la política del período. Finalmente, la última sección resumirá las conclusiones y recomendaciones derivadas de las anteriores.

I. LAS DISPONIBILIDADES CREDITICIAS A LA ACTIVIDAD MANUFACTURERA.

Vamos en esta sección a adelantar un análisis del deterioro de las condiciones de liquidez crediticia para la industria en dos partes. En la primera nos referiremos a la evolución del flujo de créditos nuevos a la industria, mientras que en la segunda al comportamiento de la razón de éste al de producción. Procederemos en esta forma en razón de que considero más adecuado proceder relacionando flujos que relacionando el stock de créditos vigentes al flujo de producción, como se hace en el trabajo que comento.

CUADRO 1
TOTAL CREDITO Y PRODUCCION INDUSTRIAL
(INDICE BASE 1971)

Año	Nuevos Totales	Nuevos Indust.	Fomento Indust.	Prod. Ind.	Tasa Int. Activa Nominal	Tasa Int. Activa Real
1971	1.000	1.000	1.000	1.000	15.20	3.32
1972	0.941	0.898	0.854	1.074	19.09	0.67
1973	1.129	1.162	2.662	1.189	19.86	(6.29)
1974	1.068	1.396	2.876	1.240	21.93	(10.35)
1975	0.980	1.060	3.422	1.227	25.53	0.10
1976	1.148	1.239	3.898	1.343	25.88	2.42
1977	1.262	1.149	5.184	1.438	27.04	0.27
1978	1.562	1.586	5.533	1.585	28.43	9.21
1979	1.818	1.673	5.134	1.714	31.80	3.13
1980	1.912	1.532	5.477	1.721	34.30	8.13
1981	1.388	1.480	5.339	1.672	39.18	12.15
1982	1.293	1.396	5.126	1.685	38.77	10.40
1983	1.327	1.266	4.429	1.686	37.58	13.05
1984	1.074	0.933	4.042	1.849	39.51	17.93
1985	0.935	0.754	3.539	1.900	43.02	14.51
1986	1.500*	0.877	4.094	2.042	40.97	15.55

Fuente: Créditos - Estimaciones.

Producción Industrial. Enc. Anual Manufacturera DANE.

Tasa de Interés activa nominal. Suescún.

Tasa de Interés activa real. Se le descontó a la nominal la variación anual del índice de precios al por mayor.

* Estimación Provisional.

A. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO A LA INDUSTRIA

El hecho básico que se destaca con respecto a la dinámica del crédito al sector manufacturero es una clara tendencia decreciente de largo plazo con el severo deterioro padecido por ella en los ochenta profundizando el descenso que había tenido lugar entre los sesenta y los setenta. Si nos concentramos, entonces, en ese deterioro final, observamos como cualquiera, sea el segmento considerado el flujo de crédito a la industria, éste empieza a descender a finales de los setenta en un marcado descenso solamente revertido hasta 1986 (*Véase Cuadro 1*). En efecto, para cada caso tenemos lo siguiente. En cuanto a los créditos nuevos, ellos crecen, gracias a expansiones como la de 1974 y a pesar de las contracciones de 1972 y 1977, hasta 1979, iniciándose desde 1980 un descenso que se hace particularmente agudo en 1984 y 85; de manera que el comportamiento dinámico del crédito favorece la expansión industrial que tuvo lugar hasta 1974, agudiza el estancamiento padecido por el sector entre este año y 1982, y frena la recuperación iniciada en 1983. Ahora bien, la consideración tanto del crédito doméstico, como del crédito de fomento conduce

a conclusiones similares. Así, la serie de créditos, excluyendo el externo, presenta una tendencia decreciente a partir de 1981, con caídas particularmente severas en este año y 1983. Mientras que aquella excluyendo el crédito privado lo hace desde 1979, después de disfrutar el ascenso como el de 1973, —con el fortalecimiento de Proexpo— y el de 1977 —cuando el crédito de fomento compensa la contracción crediticia impuesta por la política de estabilización—, con descensos especialmente fuertes en 1983 y 1985; aunque la exclusión de Proexpo pospone el quiebre de la dinámica del crédito de fomento hasta 1980, a la vez que suaviza, tanto el ritmo de crecimiento previo⁴, como su posterior deterioro.

Por otra parte, y en la dirección de completar este análisis del deterioro de las condiciones de liquidez de la actividad manufacturera, conviene considerar la evolución de la estructura del crédito. A este respecto observamos básicamente dos cosas. Por una parte, una dependencia creciente del crédito de fomento, manifiesta en su creciente participación frente al privado, y particularmente frente al externo. Y por otra, en cuanto a la estructura de plazos, una acentuada pérdida de importancia del crédito de largo plazo frente al de corto concentrada en el caso del crédito de fomento hasta 1975 y en el de crédito global hasta 1981; así como en cuanto al destino —y correlativamente con la transformación desde el punto de vista de los plazos— un creciente peso de los recursos de fomento para capital de trabajo frente a aquellos para capital fijo.

Por consiguiente, acerca de la evolución del crédito a la industria podemos concluir lo siguiente:

1) El deterioro de las condiciones de liquidez crediticia se inicia desde los setenta, aunque con algunas peculiaridades. Por una parte, sus contracciones más severas no tuvieron lugar a consecuencia de la reforma financiera, sino por las compensaciones de los impactos monetarios —la de 1972— del financiamiento externo del déficit fiscal, y —la de 1977— de la bonanza de divisas. Por otra, esa reforma contribuyó a dicho deterioro más con sus implicaciones para la mencionada transformación de la estructura en contra del largo plazo y de la financiación del capital fijo, ya que incluso su impacto sobre la tasa de interés —hasta finales de los setenta— se vió moderado por el aceleramiento del ritmo de crecimiento de los precios.

2) Es en los ochenta cuando el deterioro de las condiciones de liquidez de la actividad manufacturera se agudiza críticamente. En efecto, ello resulta claro ya sea que se lo mire desde el punto de vista de la cantidad del recurso disponible, o desde el punto de vista de su costo: la confluencia de la vuelta a la liberación financiera, la recesión, la crisis financiera, la competencia por los recursos implicada por las necesidades tanto de la

financiación del déficit fiscal como de la recuperación del sistema financiero, trajeron consigo las caídas del crédito que hemos mencionado, así como la explosión de su costo sobre cuyas consecuencias enfatizamos en la sección 3. Al hacer referencia al episodio de la evolución de la coyuntura y de la política que denominaremos como de "Liberación y colapso" (Véase Cuadro 1).

B. LA RESTRICCIÓN DE CRÉDITO A LA INDUSTRIA

Con el fin de aproximar el problema de la operación de una restricción crediticia sobre la actividad manufacturera consideremos ahora tanto la evolución de un indicador de liquidez, como la vigencia de situaciones de exceso de demanda de crédito por parte del sector. Así, si suponemos que un indicador de la oferta puede ser el crédito concedido y un indicador de la demanda la producción industrial, entonces nos encontramos con que el cociente del primero sobre el segundo es una aproximación al exceso de demanda negativo o de liquidez. En ese sentido, pues, las observaciones son las mismas que se acababan de hacer con referencia a la dinámica de crédito, ya sea que consideremos la liquidez disfrutada por el sector manufacturero, o que lo hagamos comparando ésta con la de los demás sectores. En efecto, con respecto a esa evolución tenemos, que mientras la liquidez global (incluyendo tanto el crédito privado como el de fomento) empieza a descender a partir de 1979 en el caso del crédito total, si consideramos sólo el crédito de largo plazo ella desciende a todo lo largo del período considerado. A su vez, si nos concentramos en el crédito observamos cómo, mientras en el caso del total ella asciende hasta 1977, en el de largo plazo lo hace sólo en el lapso de 1979 a 1983. Por otra parte, si miramos el problema en términos relativos al resto de la economía, notamos como si bien la situación de descenso de la liquidez es generalizada para todos los sectores en la década de los 80 el deterioro sufrido por la manufactura es más severo que el padecido por los demás sectores: así, su situación de desprotección en este sentido frente a —por ejemplo— la construcción, se agrega el hecho de que a partir de 1983 la liquidez de la industria se hace prácticamente similar a la del resto de la economía después de venir disfrutando de un relativo privilegio a todo lo largo de las décadas anteriores.

Ahora bien, con el fin de considerar en una forma más rigurosa la operación de la restricción crediticia debemos establecer la existencia o no existencia de un exceso de demanda de crédito por parte del sector, para lo cual implementaremos un método que básicamente consiste en estimar una demanda de crédito restringida a los años en que se puede

esperar que no ha habido exceso de demanda (es decir, a los años en que las observaciones de crédito concedido realmente son observaciones de la demanda⁵), y considerar que las diferencias positivas entre la demanda y el crédito (como indicador de oferta) son una medida del exceso de demanda. Entonces, la aplicación de este procedimiento muestra que no hubo restricción crediticia ni de corto ni de largo plazo, es decir frente a la actividad operacional o frente a la actividad inversora, durante los sesenta y que ella emerge en los setenta: en particular, la total o la operacional en 1972 y 75, y la de largo plazo —es decir la que tiene que ver con una restricción para la actividad inversora— en 1972 y 76⁶. Así mismo, resulta clara la operación de ambas restricciones a partir de 1981.

Por consiguiente este resultado del análisis tanto de la liquidez como de la restricción crediticia confirma lo que mostraba la simple consideración de la dinámica de las series, acerca del deterioro de las condiciones crediticias de la actividad manufacturera que, iniciado de los sesenta a los setenta, se profundiza sustancialmente en la primera mitad de la década de los ochenta.

II. LAS ESTRUCTURAS FINANCIERAS Y DE CAPITAL DE LAS SOCIEDADES MANUFACTURERAS

Voy a pasar entonces al segundo elemento del análisis refiriéndome al problema de las estructuras financiera y de capital de las sociedades manufactureras. Me concentraré en primer lugar en procesos que tuvieron lugar tanto del lado del pasivo como del lado del activo, los cuales han recibido una amplia discusión en la literatura; se trata naturalmente, del lado del pasivo, del incremento de la relación de pasivo a patrimonio, y del incremento de la participación del pasivo a corto plazo dentro de esta partida, así como, del lado de los activos, del incremento de las inversiones financieras frente a la inversión fija. Adicionalmente, y en segundo lugar, me referiré al problema relacionado de la financiación de la inversión de la industria.

A. EVOLUCIÓN DE LAS ESTRUCTURAS FINANCIERAS Y DE CAPITAL Y FLUJO DE FONDOS⁷

Considerando la evolución de la estructura tenemos que la razón de pasivos a patrimonio presenta una tendencia creciente, con la correspondiente de la participación de los primeros concentrándose en el período anterior a 1976, y los incrementos en los de corto plazo haciéndolo de 1973 a 75 y el estancamiento de los de largo plazo de 1974 a 77; mientras que el

descenso en la participación del patrimonio —salvo el año excepcional de 1983— es particularmente agudo en el renglón del capital accionario, cuyo descenso es sustancialmente mayor que aquel de los recursos internos. Así mismo, desde el punto de vista del análisis de fuentes tenemos que su descenso como porcentaje del PIB para las sociedades manufactureras, el cual se concentra en el período 1975-78, es más severo en el caso de las fuentes externas —especialmente los incrementos de capital accionario— que en el de las internas, de manera que la relación de fuentes externas a internas desciende sustancialmente hasta 1978. Ahora bien, en ese sentido es de destacar el hecho de que el deterioro de las condiciones financieras es más agudo en el caso de las pertenecientes al sector manufacturero; se manifiesta en que para la totalidad de las sociedades tiene lugar en un ascenso —precisamente concentrado en 1976 y 77— de los recursos como porcentaje del PIB, y no se presenta el descenso de la relación de fuentes externas a internas, entre otras cosas en razón de que los incrementos de capital accionario descienden menos hasta 1978 y se recuperan más en los ochenta.

Igualmente, si consideramos el comportamiento financiero pasivo de las empresas observamos con respecto a sus operaciones generadoras de recursos externos, además de ese contraste en términos del volumen como porcentaje del PIB, como mientras para las sociedades manufactureras la relación del volumen de operaciones de colocación a las de financiación desciende continuamente, en el caso de la totalidad de las sociedades exhibe un ascenso de 1979 en adelante. De manera que podemos concluir que las sociedades pertenecientes a la manufactura les fue peor como resultado de la restricción crediticia en el ajuste de la segunda mitad de los setenta y disfrutaron menos de la recuperación accionaria de los ochenta.

Por otra parte, y pasando a considerar la evolución de la estructura de capital, tenemos que la relación del activo corriente al de largo plazo exhibe una tendencia creciente que se concentra en el período anterior a 1978⁸ —y que se ve revertida sólo de 1980 a 83—, con el incremento en los activos financieros —principalmente de los papeles— haciéndolo en el mismo período y el descenso de los de largo plazo teniendo lugar hasta 1979 (particularmente los activos fijos). Igualmente, el análisis de usos muestra nuevamente una clara diferenciación entre las sociedades manufactureras y la totalidad de las sociedades. En efecto, para las primeras tiene lugar un descenso de la participación del volumen de las aplicaciones en el PIB cuya concentración en el período anterior a 1978 se debe al descenso de aquellas en capital fijo que tuvo lugar entonces, el cual contrasta con el incremento de las operaciones de colocación de 1976 a 78⁹;

mientras que para la totalidad de las sociedades se observa un incremento en esa participación, a la vez que una recuperación de éstas en capital fijo a partir de 1976. Así mismo, si consideramos el comportamiento financiero activo de las sociedades notamos que para las pertenecientes al sector manufacturero la caída de la participación de sus operaciones en el PIB se debe principalmente a la sufrida por las de financiación —particularmente en 1977—, mientras que el ascenso de la totalidad se debe al ascenso disfrutado por sus operaciones de financiación hasta 1980.

Por consiguiente, el anterior análisis nos permite concluir que el proceso de ajuste financiero de los setenta afectó en forma particularmente severa a la industria manufacturera, ya que parece que el resto del sector privado logró adaptarse en forma más favorable a ese ajuste. Ello por cuanto los deterioros más severos tanto desde el punto de vista patrimonial como desde el punto de vista de la estructura de plazos de los pasivos, del lado pasivo del balance, y la sustitución de activos fijos por activos financieros, se concentran para las sociedades manufactureras en los años 1974 a 78, siendo estas tendencias mucho menos severas en el caso del resto de las sociedades privadas.

Por otra parte conviene aclarar cómo en particular, el problema de la descapitalización accionaria constituye una tendencia de largo plazo: un análisis que considera la información de los balances desde los sesenta muestra que esas tendencias se venían manifestando desde entonces. Aunque resulta perfectamente claro que esas tendencias se profundizaron en los setenta y, fundamentalmente, en el caso del sector manufacturero más o menos alrededor del período 74-78, lo cual sugiere que las políticas de la reforma financiera así como la situación posterior de reforma con estabilización —ajuste a la bonanza—, hubieran afectado en forma particularmente severa a las sociedades del sector. Finalmente, resulta claro cómo la fragilidad de esta estructura particular generada a lo largo de este período hizo explosión en la crisis financiera a principios de los ochenta.

Ahora bien, cerca de las causas de estas tendencias ha habido una gran discusión en la profesión de manera que aquí basta con enfatizar las más importantes de ellas en forma esquemática. Por una parte, en cuanto al endeudamiento versus la descapitalización accionaria, además del desnivelamiento de los costos de capital y los estímulos tributarios al primero frente a la segunda, resulta claro cómo la liberación de recursos para las estrategias conglomerales mediante el apalancamiento favorece al endeudamiento, y los problemas de oferta —riesgo de pérdida de control— y demanda —alternativas más rentables y seguras para los ahorradores— agudizan la descapitalización accionaria. Por otra parte, en el caso de los recursos internos, tenemos los problemas que afectan tanto la rentabilidad

como la capacidad de las empresas para retener utilidades. Finalmente, en cuanto a la acumulación de activos financieros, la plausibilidad de una interpretación de desviación de recursos hacia actividades más rentables desde el punto de vista de las estrategias conglomeradas se ve reforzada por el hecho de observarse un vínculo más estrecho entre un creciente endeudamiento y una creciente sustitución de activos fijos por activos financieros en el caso de las empresas pertenecientes a conglomerados.

B. LA FINANCIACION DE LA INVERSION EN LA INDUSTRIA.

Vamos en esta parte a concentrarnos en un aspecto específico de la evolución de las estructuras financieras y de capital que hemos analizado, esto es en la relación entre el deterioro de la estructura del lado del pasivo y el patrimonio y la crisis de la inversión en el sector manufacturero.

Para adelantar esa discusión debemos empezar con un punto metodológico o conceptual y es comentando los resultados que he venido obteniendo acerca de los determinantes de la inversión en el sector manufacturero. Se trata de que la inversión resulta —según ellos— determinada por las condiciones de demanda —expresada en la utilización de capacidad—, y las condiciones de rentabilidad —expresadas en la tasa de beneficios—. Por otra parte, mientras que las decisiones de inversión están fundamentalmente determinadas por esos factores de demanda y rentabilidad, la implementación de esas decisiones está restringida por disponibilidades tanto crediticias como cambiarias. De manera que en lo referente a los factores financieros —de nuestro interés aquí— tenemos por un lado un efecto de las fuentes internas a través de los beneficios —en particular, de los beneficios retenidos—, mecanismo también captado por la tasa de beneficios y por otro la disponibilidad de crédito como condicionante de la capacidad de implementar las decisiones de inversión. Ahora bien, en este sentido es importante insistir en que el hecho de que sea la disponibilidad del crédito más que el costo lo que determina el efecto del factor financiero, es una consecuencia del carácter imperfecto del mercado de fondos en el país¹⁰. Así mismo, resulta interesante conectar estos resultados de carácter econométrico agregado con los resultados de la encuesta de opinión empresarial mencionados en la ponencia de José Antonio Ocampo. En particular, por una parte, el hecho de que las respuestas de los empresarios señalan la disponibilidad de crédito y no su costo como lo que afecta la dinámica de la inversión; y, por otra, cómo las empresas grandes enfatizaron los beneficios y las disponibilidades crediticias, lo que confirma la hipótesis de que las empresas pequeñas se encuentran más restringidas en el mercado de fondos para implementar sus planes de inversión.

Así mismo, en la dirección de continuar el análisis del vínculo entre las condiciones de la estructura financiera y dinámica de la inversión es importante profundizar en este punto de la preeminencia de los fondos internos como fuentes de ésta con otras dos aproximaciones. Por una parte un ejercicio de flujo de fondos permite mostrar —asignando fuentes a usos— que los fondos internos son en términos de largo plazo siempre suficientes para financiar la inversión en capital fijo: solamente en situaciones críticas recesivas en que la financiación de los inventarios gana preeminencia puede pensarse que es necesario echar mano del crédito o de los incrementos del capital accionario para financiar tanto las existencias como la inversión en capital fijo. Por otra parte, los resultados de otros análisis econométricos¹¹ muestran como la inversión es una función de los ingresos operacionales y los fondos internos, a la vez que nos señalan una clara relación de ella con el endeudamiento.

Por otra parte, es importante insistir en que el factor financiero adquiere en la década de los ochenta una importancia mayor a la de ser simplemente una restricción de liquidez de la dinámica del sector, en particular de su dinámica inversora. Naturalmente, tenemos desde los setenta la sustitución en el portafolio de las empresas por activos financieros. Así como las condiciones de iliquidez e insolvencia a que el excesivo endeudamiento —con la explosión de su costo— condujeron al sector productivo golpeado por la recesión, las cuales afectaron la dinámica industrial y a un nivel más profundo que simplemente la restricción crediticia, esto es el nivel de la rentabilidad —e incluso la viabilidad— operacional de la actividad productiva.

Ahora bien, en conexión con este deterioro de la rentabilidad quiero, para terminar esta sección, hacer un comentario al análisis de Manuel al respecto, el cual basaré en el marco conceptual según el cual el comportamiento de la tasa de ganancias está determinado por el del margen de ganancias —en lo esencial, la relación de precios a costos—, por el de la utilización de capacidad —básicamente, de la presión de demanda—, y, finalmente, por el de la productividad. Entonces, el análisis que yo he adelantado muestra que hubo una combinación desafortunada de deterioro en todos estos factores durante el período de estancamiento del sector entre 1974 y 1982. En efecto, en lo que hace al margen tenemos, por una parte, un impacto importante del peso adquirido por los impuestos indirectos y los intereses sobre el margen neto. Por otra, en cuanto al margen bruto tenemos el efecto de los diversos tipos de costos. Así, acerca de los laborales el problema me parece más complejo que simplemente la estabilidad de la participación de los salarios en el valor agregado, por cuanto se puede mostrar que períodos en que el descenso de la rentabilidad ha

sido particularmente severo han coincidido con incrementos de los salarios por encima de los de la productividad; o sea que si bien en largo plazo se observa una participación bastante estable se puede encontrar una conexión, particularmente en los años 1978 y 1982, entre deterioros de la rentabilidad e incrementos salariales. Y en lo referente a otros costos, no se observa un impacto importante de los costos específicos de las materias primas, de manera que el problema del deterioro de rentabilidad no ha estado en la relación del consumo intermedio con el valor agregado, aún cuando de nuevo cabe insistir en que el costo que más ha ganado peso ha sido la energía.

Y pasando a considerar los factores restantes, tenemos en lo referente a la utilización de capacidad una confluencia de factores deteriorantes de la demanda tales como el deterioro salarial iniciado en 1973, la crisis de los años siguientes, y los elementos constitutivos del síndrome de enfermedad holandesa durante el ajuste a la bonanza¹². Finalmente, de incuestionable importancia es el estancamiento de la productividad de la industria colombiana que básicamente tuvo lugar a lo largo del período crítico 1974-82, y el cual tuvo que ver tanto con los problemas mencionados de demanda y rentabilidad de la inversión, con inercia empresarial¹³.

III. POLÍTICA Y COYUNTURA Y FINANCIACIÓN DE LA ACTIVIDAD MANUFACTURERA

Vamos en esta sección a abordar el problema de la conexión entre los procesos que acabo de describir y algunas situaciones de la política y la coyuntura del período bajo consideración, los cuales nuclearemos en los siguientes episodios básicos: 1) Reforma con estabilización. 2) Liberación y colapso. 3) Salvamento y recuperación.

A. REFORMA CON ESTABILIZACIÓN

Hemos visto como, considerando tanto el comportamiento del crédito a la industria como el de los indicadores financieros, el sector manufacturero lo hizo particularmente mal en el ajuste a la reforma financiera y a la posterior política de estabilización: tanto la restricción crediticia como el deterioro financiero son particularmente claros para la industria y se concentran en el período que va desde 1974 a los años finales de la década.

Por consiguiente, el primer episodio a considerar es lo que podríamos llamar Reforma con Estabilización, es decir el período de implementación de las medidas que caracterizaron la primera, así como la reversión de algunas de éstas como parte del paquete de ajuste a las bonanzas de la

segunda mitad de la década. Entonces, con respecto a esas medidas basta ahora con recordar cómo el establecimiento de tasas de interés positivas y menos dispersas, así como el incremento de la discrecionalidad de los intermediarios financieros en la libre asignación de su cartera, obedecieron al diagnóstico de represión financiera inspirado por la concepción neoliberal en boga, de acuerdo con la cual tal liberación garantizaría la generación del ahorro y la eficiente asignación de recursos requeridos por el crecimiento económico, libre de las trabas de la intervención estatal. Así mismo, con respecto a las medidas implementadas, ha sido suficientemente destacada en la literatura en la forma como ellas contribuyeron al proceso de profundización financiera que caracterizó los crecimientos del sector y del ahorro financiero que tuvieron lugar; de manera que en este sentido lo importante de destacar ahora es la situación que se creó a consecuencia de la combinación de estas medidas y las constitutivas de la política de estabilización requerida por el ajuste a las bonanzas de la segunda mitad de los setenta. En particular, conviene enfatizar dos cosas: por una parte, cómo al menos en lo referente a la vuelta a la preeminencia del crédito de fomento y a la represión-desintermediación se puede ver en estas medidas una especie de contrarreforma financiera; por otra, que consecuentemente, los demandantes racionados del sector industrial quedaron en el “peor de los dos mundos”, sufriendo tanto de un mayor exceso de demanda como de unos mayores costos.

B. LIBERACION Y COLAPSO

El segundo episodio es lo que podría denominarse Liberación y Colapso, es decir el lapso 1979-1983 en el cual una vez cede la presión del ingreso de reservas, se retorna a la posibilidad de negociar tasas de interés y asignación de la cartera por parte de los intermediarios financieros, posibilidad que tiene lugar ahora en un contexto específico de vulnerabilidad por parte de las empresas industriales, cuyas características incluyen: I) Una situación de profundización financiera acompañada por un marcado deterioro de los indicadores de solidez financiera de las empresas; II) Una competencia por los recursos tanto de parte de un sector público deficitario como de un sector financiero en crisis; III) El consiguiente —por exceso de demanda— incremento masivo de las tasas de interés que junto con el aceleramiento de la inflación trajo consigo una explosión del costo real del crédito. De manera que, para 1982 se profundiza la retroalimentación de la crisis real y de la financiera en un proceso característico en el cual el deterioro de la rentabilidad de la actividad productiva —agudizado por esa explosión— se ve acompañado por una insolvencia tanto causada

como agravada por la iliquidez característica de un sector financiero en crisis.

Ahora bien, con respecto a este proceso surge una serie de interrogantes que podríamos nuclear alrededor de dos problemas de gran relevancia analítica para la discusión sobre la política económica. Se trata de los vínculos, por una parte, entre la reforma financiera y el deterioro de la estructura de capital de las empresas y, por otra, entre la crisis financiera y aquella del sector productivo. Así, con respecto al primero conviene enfatizar tanto en la crítica a la implementación de la Reforma Financiera como en la complejidad del vínculo entre ella y dicho deterioro. Entonces, en relación con la crítica basta ahora con recordar los argumentos básicos presentados en la discusión acerca del desconocimiento neoliberal de las características estructurales de los mercados financieros de economías como la colombiana. No tiene por qué esperarse un efecto de la liberación sobre la dinámica del ahorro macroeconómico ya que éste permanece determinado por los procesos de ajuste macroeconómico en forma independiente del efecto de profundización financiera sobre el ahorro financiero; tampoco tiene por qué esperarse que el sistema financiero con sus funcionamientos concentracionistas y especulativos característicos supedita la asignación de recursos según la rentabilidad privada a las prioridades de la rentabilidad social de manera que la formación de capital se dinamice *pari-passu* con el llamado ahorro transferible (Chica 1983,1984). Como el racionamiento recala sobre el consumo de durables y la especulación, los recursos liberados se desplazaron de financiar la inversión productiva a financiar estas actividades, y la consiguiente demanda por crédito presionó las tasas de interés en forma no controlable con los aumentos de éste en razón de los requerimientos de liquidez creados por la adquisición especulativa de activos (Sarmiento, 1985). La falta de controles implicada por la concepción neoliberal determinó que el crecimiento del sistema financiero fuera pautado por el desarrollo conglomeral (Chica 1983,1984), creándose las condiciones para que los grupos se beneficiaran de operaciones interrelacionadas de control facilitadas por su monopolio sobre la liquidez (Sarmiento, 1985).

Aunque, y pasando a enfatizar la complejidad del vínculo entre reforma financiera y deterioro de la estructura de capital de las empresas, conviene insistir en que éste no puede ser establecido haciendo abstracción de otros factores operantes en el período, de indudable contribución a este deterioro. En efecto, elementos como la política tributaria, la transformación de la estructura del crédito de fomento hacia el corto plazo, la contracción fiscal-monetaria de la política de estabilización frente a las bonanzas y la posterior competencia estatal por los recursos del ahorro a través de sus

papeles, la liquidez y las presiones inflacionarias implicadas por estas bonanzas, y la supeditación de las relaciones entre el sector industrial y el sector financiero a las estrategias conglomerales, tuvieron una gran influencia en el cambio de portafolio de los ahorradores y de las empresas hacia los títulos financieros —los primeros sustituyendo acciones y las segundas la inversión en capital fijo— correlativo a la expansión del sector financiero. Expansión cuyas características nocivas para la dinámica industrial, a parte de ese desarrollo de formas de ahorro financiero —como los papeles estatales— más atractivas que las acciones y que la inversión en capital fijo, son claras: por una parte, tenemos la no respuesta de la inversión a los incrementos del ahorro financiero, la cual estuvo ligada a la natural canalización de recursos a alternativas más rentables que la inversión productiva, como la especulación financiera y en finca raíz, y la importación y adquisición de bienes suntuarios; y por otra, el encarecimiento de los recursos financieros consecuencia de la competencia por ellos de esas alternativas más rentables, el cual a su vez contribuyó a un deterioro de la rentabilidad de la inversión productiva con relación a la financiera (Chica, 1988).

Ahora bien, con respecto a este problema conviene elaborar sobre dos aspectos que tienden a discutirse sin la suficiente claridad. Por una parte, la confusión en que incurren los críticos ingenuos de la reforma financiera entre desarrollo financiero y las implicaciones del patrón conglomeral y de las condiciones de preferencia por la liquidez, y proclividad a la concentración y la especulación, estructurales a la economía colombiana; de manera que, así como los defensores ingenuos siguen a McKinnon en su desconocimiento de estas implicaciones, esos críticos desconocen la importancia que para el desarrollo de los sectores productivos tienen el desarrollo y la profundización financieros, aunque controlados con mecanismos que contrarresten los efectos de esas características estructurales. Por otra, la consideración unilateral de cualquiera de las direcciones en el nexo causal entre crisis de la inversión y deterioro de la estructura de capital, cuando se trata de los dos términos de una correlación de costo oportunidad o de alternativa de inversión en la que la causalidad opera en ambas direcciones. De manera que se puede, en un sentido, sostener (como se hace en Chica, 1984) que la crisis en el patrón de acumulación previo —determinado por un modelo de desarrollo en el que la protección a la industria jugaba un papel protagónico— manifiesta que la crisis de la rentabilidad y de la inversión industrial, contribuyó a la desviación de los recursos del ahorro financiero hacia aquellas alternativas más rentables; así como, en el sentido inverso, señalar a la mencionada presión que la competencia de estas alternativas ejerció sobre los costos financieros, en

forma de contribuir al deterioro de la viabilidad de las empresas y —por consiguiente— a profundizar esa crisis de la rentabilidad y la inversión industrial.

Por otro lado, y pasando a considerar el vínculo entre la crisis financiera y aquella del sector productivo, se trata nuevamente de los dos polos de una correlación en la que el desorden financiero con apalancamiento riesgoso guarda una relación de peculiar complejidad con la recesión productiva y la crisis industrial. En efecto, en el caso que nos ocupa ella no se agota en el ser simplemente el desfase entre dos ciclos que tienen determinantes diferentes, ni en ser la posposición o profundización de la crisis que trae consigo el funcionamiento del sistema financiero; y, en particular, no es tampoco el tipo de esquema “expansión del sector real —aumento de los riesgos financieros— contracción del sector real— restricción crediticia” del análisis de Minsky que ha sido aplicado a la economía colombiana en varios trabajos. Ello por cuanto en el caso de la economía colombiana se presentaron tanto del lado del sector real como del sector financiero condiciones especiales. De este último, condiciones de fragilidad estructurales, que lo hacen particularmente vulnerable a una caída de la actividad económica: su pequeñez —relativa a las necesidades del desarrollo— y raquitismo patrimonial, su concentración y atomismo, su descapitalización y grado de endeudamiento, la liquidez de sus pasivos, su supeditación a la especulación conglomeral, así como la ausencia de un control legal adecuado¹⁴. Desde el punto de vista del sector real hay que tener en cuenta que la expansión de la actividad o del ingreso que acompañó el proceso de profundización financiera no fue una expansión del sector real o por inversión del sector real —como en el esquema de Minsky— al menos en lo que hace al sector manufacturero: por una parte, desde el punto de vista estructural éste venía sufriendo de un proceso de estancamiento manifiesto en su pérdida de participación en el PIB de 1974 en adelante; y por otra, la adición de problemas de tipo coyuntural como la forma en que la liquidez de que disfrutó la economía como resultado de la bonanza de divisas no se tradujo en un crecimiento del sector a consecuencia de los mecanismos de contracción del sector en una forma de síndrome de enfermedad holandesa —en la industria colombiana de 1977 y 79—. Por consiguiente, la expansión, que acompañó el proceso de profundización financiera estuvo ligada más a dinámicas especulativas o conexas a la adquisición de durables que a la acumulación de capital, de manera que esa profundización no sólo resultó pautada según las mencionadas características de vulnerabilidad estructural desde el punto de vista financiero, sino que además careció de una base sólida desde el punto de vista del aparato productivo.

De manera que en este episodio de liberación y colapso convergen tanto la maduración y explosión de procesos asociados con la crisis financiera, con el descenso particularmente severo de la liquidez para el sector, así como el alza también especialmente aguda de los costos financieros —fundamentalmente a partir de 1979 y 81 cuando tenemos ya tasas nominales sobre el 30 y el 36% y tasas reales sobre el 10 y el 12%—, para constituir, junto con la recesión, el escenario ideal para la crisis de la acumulación manifiesta en el deterioro de la estructura de capital que nos ocupa. Aunque si bien no es posible —como lo hemos señalado— establecer en forma simplista un vínculo entre estos procesos de deterioro y la forma financiera en particular, no puede negarse la contribución que a la gestación de dichos procesos tuvo el desconocimiento ingenuo de condiciones determinantes de la economía colombiana que caracterizó su concepción y forma de implementación. Así mismo conviene insistir para terminar en que un estancamiento del sector industrial como el que tuvo lugar en Colombia de 1974 a 82, el cual se puede fundamentalmente caracterizar como un deterioro severo de la rentabilidad en el sector, naturalmente —y no por el ánimo conspiratorio de ningún agente económico— tiene que traer consigo una desviación de recursos hacia actividades más rentables.

D. SALVAMENTO Y RECUPERACIÓN

Quiero referirme finalmente a un último episodio, que podríamos llamar de Salvamento y Recuperación, simplemente para enfatizar que, si bien se han dado pasos muy importantes en la dirección de capitalizar tanto al sector financiero como al sector real, los problemas estructurales persisten¹⁵. En otras palabras, las medidas tomadas han resultado muy limitadas frente a las necesidades del desarrollo del sector productivo tanto en lo referente al control y capitalización patrimonial del sistema financiero¹⁶ como a la reversión del deterioro financiero de las empresas del primero. En efecto, si bien los elementos de la Reforma Tributaria respondieron a necesidades urgentes y han tenido efectos positivos¹⁷ no han traído consigo la capitalización sustancial requerida por esa reversión y la recuperación del ritmo de acumulación en el sector productivo. Igualmente puede mostrarse que la inversión en acciones con los recursos del Fondo de Capitalización Empresarial ha resultado muy limitada tanto frente a las necesidades de esa capitalización, como por su carácter concentracionista¹⁸. Así mismo, si bien el proceso de recuperación disfrutado por el sector manufacturero desde 1983 se ha traducido en un mejor desempeño de las empresas del sector en términos de su rentabilidad y de

otros indicadores como el de endeudamiento o de liquidez, se trata nuevamente de resultados limitados tanto en su alcance como por estar concentrados en sectores específicos¹⁹.

IV. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

De las consideraciones presentadas en las secciones anteriores resulta claro que estamos lidiando con problemas estructurales supremamente complejos, y que si bien la reciente recuperación ha dado pasos importantes en la dirección de la superación de esos problemas, evidentemente son de tal magnitud que no se han logrado sobrepasar. En particular, el punto básico a enfatizar aquí es el hecho de que la debilidad del mercado de capitales es un factor que contribuye en forma importante a las deficientes estructuras financieras y de capital que continúan padeciendo —a pesar de los avances logrados— las empresas del sector manufacturero colombiano.

Consideremos pues este problema en términos de la tarea del saneamiento financiero de esas empresas. Evidentemente, una estrategia que pudiera movernos en esa dirección requiere de mecanismos dirigidos a lograr, por una parte, un mayor incremento en los recursos internos y de los recursos de capital accionario con relación al endeudamiento, y por otra, un mayor crecimiento del endeudamiento de largo plazo con relación al de corto plazo, del lado de la estructura financiera. Y del lado de la estructura de capital, naturalmente, una mayor acumulación de activos fijos. Así mismo, resulta claro que un problema de semejante complejidad requiere de una estrategia combinada que actúe tanto sobre el sector productivo como sobre el mercado de capitales.

Comencemos pues por el mercado de capitales, puesto que es el problema que nos ocupa aquí, concentrándonos en la posibilidad de lograr los incrementos requeridos tanto en la colocación de acciones como en la concesión de créditos a largo plazo. Ahora bien, en ninguno de los dos casos las condiciones estructurales ofrecen perspectivas favorables. Del lado de la colocación de acciones, hemos visto como a pesar de que con la reforma tributaria se ha nivelado el costo de capital, y se han implementado una serie de mecanismos tanto crediticios como tributarios para estimular la demanda de las acciones la respuesta ha sido bastante limitada. Lo cual obedece a que persisten razones de fondo en contra del incremento de la oferta y de la demanda de acciones, tales como el problema del control, y el de la rentabilidad y seguridad de inversiones alternativas, respectivamente. Por otra parte, en cuanto al crédito de largo plazo, su expansión requeriría de un desarrollo del mercado de títulos de largo plazo

que permitiera a las instituciones financieras dejar de absorber el costo y el riesgo de captar en el corto plazo y colocar en el largo plazo. Ahora bien, ello requeriría no solamente de una tasa de interés fluctuante —que contrarestará el riesgo de inflación— sino de un diferencial de la tasa de interés con respecto a la de corto plazo capaz de solucionar el problema estructural que podríamos llamar de la preferencia por la liquidez del ahorrador colombiano, diferencial que resultaría ser de una magnitud que destruiría la viabilidad de este mecanismo en términos de costo. De manera que, nos encontramos con limitaciones estructurales virtualmente insalvables, a un plazo relevante, del mercado de capitales colombianos en lo que hace a estas dos vías de financiación.

Y pasando a considerar el problema desde el punto de vista del sector productivo hagámoslo en términos de la fuente constituida por los recursos internos, es decir de la rentabilidad y de la retención de beneficios. Así, empezando por lo menos complejo, la política implicada por el impulso a esta última incluiría estímulos tributarios al ahorro de las empresas en la forma de fondos de depreciación así como de otras formas de reservas. Por otra parte, el problema de una estrategia de recuperación de la rentabilidad involucra mecanismos tanto de política macroeconómica como de política estrictamente sectorial cuya complejidad nos fuerza a limitarnos aquí a enfatizar sólo dos elementos básicos relacionados con los problemas financieros. En la esfera de la política macroeconómica, el elemento que se destaca es el de la limitación a los ascensos de la tasa de interés, ya que es perfectamente claro que incrementos excesivos en el costo del crédito son absolutamente nocivos para el sostenimiento de la expansión del sector. Y en el de la política sectorial la magnitud de los problemas estructurales de competitividad y mercado destaca la imposibilidad de romper el círculo “carencia de recursos internos —baja productividad— baja rentabilidad” sin una inyección importante de recursos que posibilite la necesaria reestructuración industrial.

De manera que tanto esta última consideración como el anteriormente fundado escepticismo acerca de la capacidad del mercado de capitales para movilizar los recursos necesarios para esta reestructuración nos conducen a la conclusión de que es crucial fortalecer los mecanismos de crédito dirigido; ello por cuanto en las circunstancias analizadas resulta virtualmente imposible que dicho mercado provea los recursos que permitan llenar los requerimientos del incremento en la competitividad y en la productividad implicados. Entonces, aunque las dificultades involucradas en ese fortalecimiento son de gran complejidad nos vamos a limitar aquí a enfatizar tres aspectos. El primero, es el problema de las posibles ineficiencias e inequidades implicadas por el subsidio en el crédito de fomento,

problema en cuya solución se han dado pasos importantes con la introducción del mecanismo basado en el DTF²⁰. El segundo es una implicación del anterior y tiene que ver con el fortalecimiento de los mecanismos de asignación de recursos en términos tanto del desarrollo de criterios de protección efectiva interna deseable, como del aparato técnico requerido por su implementación a nivel de la evaluación de los proyectos de las empresas. Y el tercero es el del fortalecimiento de la capacidad financiera de los fondos. Ahora bien, tanto estos problemas como sus soluciones nos remiten naturalmente a lo que constituye el problema frontal, esto es el de la preeminencia de una política industrial en tanto subsidiaria de la necesidad de la intervención estatal para garantizar que los recursos del ahorro de la sociedad se asignen a las actividades con mayor eficiencia social. Y es que la realización de las condiciones señaladas como necesarias para la movilización de esos recursos hacia la urgente reestructuración de la industria colombiana supone la decisión política de resucitar la política industrial en el país a fin de devolverle al sector el dinamismo que le permitió liderar el crecimiento económico hasta el año 1973. Lo anterior plantea la necesidad de concebir una estrategia de política económica en la que los instrumentos del ajuste de corto plazo privilegiados desde entonces se articulen con los del desarrollo de largo plazo, en la dirección de reconstruir las condiciones de la acumulación de capital en los sectores productivos²¹.

En síntesis, coincido con el diagnóstico presentado por Alberto y por Manuel en términos tanto del deterioro de las condiciones financieras de la actividad industrial, como de la enorme magnitud y complejidad de la tarea de facilitar al sector manufacturero los recursos necesarios para su desarrollo.

NOTAS:

1. Chica (1984a), (1984b) y (1988).
2. Agradezco a Fernando Tenjo de la Unidad de Programación Global su autorización para mencionar dichos resultados. Así mismo, a los asistentes del proyecto, en particular a María Inés Agudelo y a Carolina Jiménez.
3. La escasez de las cifras se debe tanto a que el estudio mencionado se encuentra en proceso de elaboración para FONADE, como a que la limitación de espacio nos fuerza a referir a la información analizada en los mencionados trabajos anteriores. Y lo limitado de las referencias al trabajo que comenté o que no conté con el tiempo necesario para elaborar un análisis cuidadoso de él.
4. Es importante anotar que el crédito de capital de trabajo de Proexpo participó entre 1973 y 1985 con un 90% dentro de las aprobaciones totales del crédito de fomento.
5. En este caso se obtiene una relación bastante buena. Manuel me comentó que la relación que habíamos tenido no es un ajuste adecuado pero es importante insistir en que en el caso en que se toman únicamente las observaciones en que se puede suponer que esas sí son operaciones de demanda el ajuste es bastante bueno. O sea que hay una buena relación en los casos de equilibrio entre la producción y el crédito.
6. La excepción sería 1960 y 61 cuando es posible que se presentara un exceso de demanda por crédito de largo plazo.
7. El análisis de estructura financiera es de carácter preliminar por estar basado en la información de los balances de la Superintendencia Bancaria, que como es sabido tiene problemas, los cuales estamos tratando de superar con la ayuda de funcionarios de esta institución. El análisis de flujo de fondos y del comportamiento financiero de las empresas está basado en las Cuentas Financieras del Banco de la República, lo cual ha resultado muy interesante, en particular en lo que hace a poder detectar comportamientos diferenciales entre las sociedades manufactureras y el resto de las sociedades privadas.
8. Con respecto a los activos corrientes es interesante anotar que el incremento de los deudores de corto plazo en el período 1975-81 se debe más a los vinculados que a los clientes. Así mismo, en cuanto a los de largo plazo, es de destacar la importancia de las valorizaciones en el período 1981-83.
9. En acciones los tres años, y en papeles los dos primeros.
10. No sobra insistir en que el hecho de que no se obtenga una significancia de la tasa de interés en estas estimaciones no quiere decir que esté excluyendo en forma absoluta la posible influencia de esa variable sobre la inversión. Naturalmente, la tasa de interés puede tener un efecto a través de la rentabilidad e incluso, con su efecto sobre la capacidad de mantener un nivel de actividad, a través de la utilización. Pero resulta más adecuado trabajar con disponibilidades que con el costo, o sea con las cantidades que con el precio en las condiciones de desequilibrio o racionamiento imperante en el mercado de fondos en Colombia. Por otra parte, es interesante anotar como el hecho de que las estimaciones tienen problema de estabilidad en los ochenta puede ser precisamente de la disparada de los costos financieros además de otros fenómenos ligados a la productividad y el cambio tecnológico. O sea que los resultados econométricos parecen señalar que incrementos moderados en las tasas de interés no tienen efecto sobre la dinámica de la inversión, pero una disparada de ella como la que tuvo lugar en la década de los ochenta es posible que sí lo tenga.
11. Que es naturalmente otro mecanismo —además del de costo— a través del cual la tasa de interés puede influenciar la inversión —posibilidad de sustitución por activos más rentables—.
12. Nos referimos a una pérdida de competitividad de la sustitución de importaciones y de las exportaciones implicada por un descenso en el ritmo de devaluación a niveles inferiores al de las alzas en los precios, un desplazamiento del gasto al sector de alimentos como resultado del incremento en sus precios, y unas políticas fiscal y monetaria contractivas.
13. Evidentemente, la productividad se ha venido recuperando de allí en adelante, pero este incremento suyo ha estado asociado más con procesos de reorganización laboral que de progreso tecnológico, estrictamente hablando.

14. Ver Montenegro, 1983.
15. Ver Serrano, 1988.
16. Recuérdese los tópicos discutidos alrededor de la reforma financiera.
17. La eliminación de la doble tributación ha estimulado las valorizaciones, y la reducción de las tasas impositivas los incrementos patrimoniales. Así mismo, la no deducibilidad de los gastos financieros determina que un apalancamiento positivo requiera de una mayor rentabilidad operacional, con lo que se reduce el endeudamiento ineficiente.
18. Ver Misas, 1987.
19. Ver Serrano, 1988.
20. A este respecto conviene agregar dos precisiones. Por una parte, enfatizar como la ausencia de alternativas de financiación de largo plazo hace que la minimización del diferencial de la tasa de interés no elimine el elemento "acceso" del subsidio; lo cual se ve confirmado por la aparente inelasticidad y la demanda a los recientes incrementos en el costo del crédito de fomento. Y, por otra, recordar el mencionado efecto de endurecimiento de los requerimientos de eficiencia de un apalancamiento positivo implicado por los mecanismos de la reforma tributaria que nivelaron el costo de capital.
21. Desde luego no se aboga por una regresión a la protección a ultranza con represión financiera anterior a la ola "neoliberal-monetarista", se trata de diseñar una alternativa que involucre tanto las lecciones de los problemas de su aquella protección y de la subsiguiente liberación, como los elementos positivos de ambas en un aparato de protección rigurosamente selectiva que consulte tanto los criterios de la eficiencia como la necesidad de contrarrestar los elementos estructuralmente concentracionistas y generadores de ineficiencias para la sociedad esenciales a las dinámicas del mercado libre en una economía como la colombiana.

BIBLIOGRAFÍA

- Chica. "Los elementos básicos del marco analítico postkeynesiano para el análisis de la financiación de la inversión". *Desarrollo y Sociedad*. No. 14, 1984a.
- Chica. "La financiación de la inversión en la industria manufacturera colombiana: 1970-80". *Desarrollo y Sociedad* No. 15, 16, 1984b.
- Chica. "Un diagnóstico de la crisis de la acumulación de la industria colombiana". *Desarrollo y Sociedad*. No. 22, 1988.
- Misas. "El Estado y el desarrollo del sector financiero". *Evolución, crisis y reforma del sistema financiero colombiano*. Avella comp., 1987.
- Montenegro. "La crisis del sector financiero colombiano" *Ensayos sobre política económica* No. 4, 1983.
- Serrano. "Perspectivas Financieras de la Empresa Colombiana". Mimeo. UniAndes, 1988.
- Sarmiento, Eduardo. "Las Fallas del Mercado de Capitales". *Revista de la Cepal* No. 27 diciembre, 1985.

TERCERA SESIÓN

REFORMA TRIBUTARIA Y POLÍTICA FINANCIERA EN COLOMBIA*

*Charles E. McLure, Jr. Hoover Institution, Stanford University
y George R. Zodrow Departamento de Economía, Rice University*

Un tema recurrente en las discusiones de las reformas tributarias colombianas durante las últimas tres décadas ha sido relacionado con la forma como la tributación afecta la política financiera de las empresas colombianas.

Durante los años sesenta las Misiones Taylor y Musgrave dedicaron a este asunto gran atención. Las reformas de los años sesenta dedicaron atención a aquellas inquietudes relacionadas con la reforma tributaria y la política financiera, y dichas inquietudes fueron entre otras los factores que motivaron en la reforma de 1986 la eliminación del impuesto sobre dividendos individualmente considerados así como la introducción de la indexación de los intereses. Las políticas tributarias que distorsionan las políticas financieras combinadas con otros factores de distorsión, también afectan adversamente la asignación de recursos. La neutralidad hacia la política financiera de las empresas y hacia la inversión real es una característica importante de las dos alternativas discutidas en el informe titulado "La Tributación del Ingreso proveniente de los negocios y del capital" (que llamaremos de aquí en adelante "el informe de la Tributación en los Negocios"), el cual fue presentado al Gobierno Colombiano por el grupo de estudio que he tenido el privilegio de dirigir¹.

Este documento examina la relación entre la política tributaria, la política financiera de las empresas y la inversión real y la forma como ha

* Traducción hecha por Martha Juliana Silva de Ricaurte, Vicepresidente Jurídico-Secretaría General, Asociación Bancaria de Colombia.

sido desarrollada en Colombia. Aunque las primeras discusiones comienzan con las recomendaciones de los informes de los señores Taylor y Musgrave, el presente trabajo se concentra especialmente en las acciones tomadas en 1986 y las propuestas adelantadas por "el informe de la Tributación en los Negocios".

Las dos secciones que siguen indican brevemente la forma como se puede esperar que la política tributaria afecte la política financiera y la asignación de recursos. Especial importancia se dedica al asunto de la "Descapitalización", fenómeno que recibió atención particular por parte de los economistas colombianos justamente antes de las Reformas de 1986.

La sección III presenta la respuesta de la política tributaria colombiana a las inquietudes descritas en las secciones anteriores. Esta sección se concentra principalmente en las diferentes técnicas usadas para integrar el impuesto de renta de personas naturales con el de sociedades, culminando en 1986 con la exención para los dividendos recibidos y con las disposiciones sobre ajuste por inflación del ingreso por interés y de los gastos contenidos en la reforma de 1986.

La sección IV mira hacia adelante, centrándose en las propuestas para la reforma posterior contenida en "el informe de la Tributación en los Negocios". Esta sección toma en consideración las propuestas para una aplicación más completa de los ajustes por inflación y la posibilidad de cambiar a un Impuesto Alternativo Simplificado basado en el consumo, que se describe allí.

La sección VI, se centra en un tema difícil: la transición a los sistemas propuestos en el informe de ajustes por inflación. La sección VII contiene unas breves conclusiones.

I. LA CAUSA DE LA PREOCUPACIÓN

El impuesto de renta existente en Colombia en los años sesenta, al igual que el de muchos otros países, contenían características las cuales probablemente distorsionaban la política financiera de las empresas. Estas características incluían de un lado, la carencia de integración del impuesto de renta de las personas naturales y de las sociedades, y de otro la omisión de proveer ajuste por inflación en el cálculo del ingreso de las empresas². Siguiendo con una breve explicación de estas distorsiones, la tercera parte de esta sección examina los efectos que las supuestas distorsiones realmente produjeron.

A. CARENCIA DE INTEGRACIÓN

En los años sesenta cuando se llevaron a cabo las Misiones de los señores Taylor y Musgrave, Colombia aplicaba lo que es comúnmente llamado el sistema "clásico" para gravar el capital de las empresas. Es decir, se grava con impuestos separadamente el ingreso de las sociedades y los dividendos provenientes de las mismas, recibidos por accionistas individualmente considerados. Antes de 1986, las sociedades de responsabilidad limitada (de aquí en adelante limitadas) eran gravadas con una tarifa más baja que las sociedades anónimas de tamaño semejante. Aunque este tratamiento preferencial de las limitadas fue más neutral hacia la política financiera de las mismas que lo que fue el sistema "clásico" aplicado a las sociedades anónimas, éste fue inequitativo, y distorsionó la elección en la forma de organizar los negocios. Sin embargo, debido a que el tratamiento tributario de las sociedades anónimas y de las limitadas fue unificado, siguiendo las recomendaciones de los informes Taylor y Musgrave, este asunto no se discute adicionalmente aquí.

El sistema clásico crea conocidas distorsiones en la política financiera³. Las sociedades poseen un incentivo para preferir financiación a través de la deuda y no a través de la capitalización, y son inducidas a retener utilidades, en vez de distribuir las. Adicionalmente, mientras la doble tributación sobre el ingreso es fundamentalmente un asunto para contribuyentes de altos ingresos, ocurre que mientras el incremento relativo por peso, en la carga tributaria de las utilidades distribuidas es más pequeño, la tarifa marginal del impuesto del accionista es más alta. La preferencia por la financiación a través de deuda aumenta la vulnerabilidad del sector empresarial y por consiguiente de la economía entera, a la amenaza de "quiebra" durante las caídas cíclicas. Las ventajas tributarias que se originan de la retención de utilidades hacen daño a la "democratización" de la propiedad accionaria.

B. CARENCIA DE AJUSTES POR INFLACIÓN

Hasta hace poco tiempo el esquema tributario colombiano, así como el de muchos otros países, incluía pocas disposiciones relacionadas con el reconocimiento explícito de los efectos de la inflación en el cálculo de la renta gravable⁴. Si se desea que el cálculo de la renta gravable real no se vea afectado por la tasa de inflación, se requieren ajustes por inflación en cuatro áreas: depreciación, inventarios, ganancias de capital y en ingresos y gastos por interés. El hecho de no realizar ajustes por inflación en los tres primeros casos implica una sobre imposición del gravamen del ingreso producido por los activos a que tales casos se refieren y una discriminación tributaria contra las inversiones en dichos activos. La omisión

en el reconocimiento de ajustes a los ingresos y gastos por interés producen cálculos errados de la renta y efectos económicos no deseables tal y como se describen a continuación.

Antes de 1986 la aceptación para efectos tributarios de la depreciación acelerada, del sistema contable de inventarios últimas entradas —primeras salidas (last-in, first-out) y la base de ajuste para los bienes de capital, compensaban algo la inflación en estos tres casos. Sin embargo, no existía ningún tipo de compensación en el área que distorsionaba más la política financiera de las empresas ya que el pago de intereses hecho por las sociedades era totalmente deducibles mientras que el ingreso por interés era completamente gravable, excepto en el caso de los rendimientos provenientes de obligaciones representadas en unidades de poder adquisitivo constante (UPAC's).

La inexistencia de un sistema de indexación de intereses crea ganancias y pérdidas ocasionales cuando quiera que la tasa de inflación cambia inesperadamente. Obviamente, los cambios inesperados no pueden afectar las decisiones tomadas, incluyendo aún la política financiera, sino en cuanto se alteran las expectativas del curso futuro de la inflación. La incertidumbre respecto de la tasa de inflación incrementa el riesgo de los negocios.

Más relevante para nuestros propósitos es el aspecto que se refiere a la carencia de indexación lo cual puede originar presiones indeseables en la política financiera de las empresas, especialmente cuando los prestatarios y prestamistas se encuentran sujetos a diferentes tarifas tributarias marginales o tienen expectativas distintas en relación con la inflación futura. Si las empresas tienen expectativas acerca de que la inflación se acelerará, ellos posiblemente preferirán financiación a través de la deuda y no de la capitalización. Si los prestatarios y prestamistas están sujetos a la misma tarifa tributaria marginal y tiene las mismas expectativas en relación con la inflación futura, la carencia de indexación se reflejará probablemente en la tasa de interés, pero no en la política financiera de las empresas. Sin embargo, si las expectativas o la tarifa marginal son diferentes, la política financiera de las empresas probablemente se verá afectada. Si una empresa paga una tarifa marginal efectiva más alta que aquella pagada por su prestamista, o si la empresa tiene expectativas de una tasa de inflación más alta que la que esperan los prestamistas, habrá una tendencia mayor a depender de la financiación a través de la deuda. Finalmente, las empresas que obtienen crédito en el mercado financiero internacional, generalmente enfrentan tasas de interés más allá de su control. La posibilidad de deducir la totalidad del monto nominal de los gastos financieros, bajo estas circunstancias crea un estímulo para el endeudamiento⁵.

La carencia de proveer los ajustes por inflación probablemente también conlleva una disminución en el término de maduración de la deuda. Esto es cierto debido a que ni los prestatarios ni los prestamistas desearían jugar con la porción del interés que a ellos les será permitido deducir, o exigido reportar como ingreso gravable, dependiendo de la tasa de inflación que realmente se haya dado.

La medida precisa del ingreso para efectos tributarios requiere que en el momento de calcular la renta gravable, la depreciación permita reflejar en forma precisa el patrón de deterioro en el valor de los activos (depreciación económica). Si la depreciación permitida para efectos tributarios es más (menos) rápida que la depreciación económica, el ingreso gravable será menor (mayor) que el ingreso económico. El resultado será una sobre inversión en la actividad con mejor tratamiento tributario y una baja inversión en la actividad con desventajas desde el punto de vista fiscal.

Estas afirmaciones, requieren una estabilidad de precios y deben ser cualificadas en un ambiente inflacionario. La depreciación acelerada es utilizada en algunos casos como un sustituto ad-hoc de los ajustes por inflación. Obviamente, un patrón dado de aceleración es apropiado solamente para una tasa de inflación; si se da otra tasa, las distorsiones permanecen.

II. MANIFESTACIONES DE LAS DISTORSIONES

Los defectos estructurales descritos arriba distorsionan las decisiones financieras y la asignación de recursos reales en la economía. Esta sección examina las manifestaciones de este problema en Colombia.

A. DESCAPITALIZACIÓN EN COLOMBIA

Chica (1985) y Carrizosa (1986) han presentado evidencias de que las distorsiones de la política financiera pronosticada en el análisis de los dos primeros puntos de esta sección, ha ocurrido realmente en Colombia. La relación de endeudamiento como un porcentaje de la suma de la deuda y el capital para todas las empresas, se ubica en 1950 en un nivel inferior al 25%. A finales de los años sesenta se elevó alrededor del 45% y durante los años ochenta dicha relación se mantuvo por encima del 70%⁶. En el sector manufacturero empresarial, la relación se elevó de menos del 35% en 1960 y a más del 60% en 1979⁷. Así, pues, la descapitalización del sector empresarial en Colombia fue claramente ocurriendo.

Adicionalmente, la estructura de plazo de la deuda a cargo de las empresas manufactureras colombianas también se ha ido disminuyendo en el

tiempo. La deuda a corto plazo (aquella menor de dos años) cayó en 1972 del 59% del total de la deuda al 21% durante 1972 y desde esa época ha aumentado al 50%, en comparación con la deuda a largo plazo (aquella mayor de cinco años) que cayó en 1972 del 59% del total de la deuda (después de elevarse al 41% en 1979) a sólo el 23% en 1980⁸.

La composición de los activos de los hogares reflejan estos cambios. A principios de los años sesenta solamente cerca del 14% de dichos activos estaba representado en depósitos en instituciones de crédito y casi el 70% estaba representado en "inversiones", incluyendo acciones de sociedades. Durante 1975 los depósitos en instituciones de crédito superaban el 27% y las inversiones habían caído al 50%⁹.

Aunque no es un asunto sencillo explicar los desarrollos de la estructura financiera en Colombia así descrita, parece cierto que los incentivos otorgados por la política tributaria, en combinación con la inflación, jugaron un papel importante. En este sentido es útil transcribir completamente las opiniones de dos reconocidos observadores de la economía colombiana. Carrizosa en su influente libro de 1986 realizó las siguientes observaciones:

"La sociedad anónima colombiana ha registrado un proceso de descapitalización y endeudamiento progresivo desde por lo menos comienzos de los años cincuenta, acompañado, especialmente durante los años setenta, por un desarrollo de los intermediarios financieros. Estos captaron los recursos de los hogares para prestarlos a las empresas, sustituyendo así la modalidad de inversión directa a través de acciones... Las estimaciones realizadas para el caso colombiano muestran un costo sistemáticamente más bajo de la alternativa de endeudamiento, la cual se hace progresivamente más favorable que la alternativa de emisión de acciones, en razón de la creciente carga de la tributación directa". (Carrizosa, 1986, pág. 19).

Antonio Urdinola ha ofrecido una apreciación similar en los siguientes términos:

"Entre 1953, cuando se establece la doble tributación y 1985, el nivel de endeudamiento de las sociedades organizadas del país pasó de un 25% a un 85%; la concentración accionaria lógicamente aumentó enormemente y se fueron cerrando gradualmente las sociedades... No era conveniente ni útil financiar las sociedades a través de la capitalización. Era indiscutiblemente mejor financiarlas a través de la deuda, entre otras cosas no solamente por la existencia del gravamen a la empresa y a los socios o accionistas, y plena deducibilidad de los intereses, sino porque el fenómeno se agravó más aún por la aceleración de la inflación que ocurre en Colombia después de los años setenta... De allí que la proporción del

financiamiento que se hace con crédito sea absolutamente anormal en Colombia en los últimos años con relación a países de ingresos per cápita similares. Y la razón es muy lógica, no era negocio aportar capital sino endeudarse, por el problema de las dobles cargas tributarias y por el manejo de la inflación que se hacía a través de la deducción plena de los intereses con su contenido inflacionario'' (Urdinola, 1987, págs. 58-59).

B. DISTORSIÓN DE LAS PREFERENCIAS POR INVERSIÓN

Muy poco capital es destinado a usos que son sobregravados, y demasiado a aquellos usos que son en términos relativos más levemente gravados. Aunque con anterioridad del informe de la tributación de los negocios, estas distorsiones no habían sido sistemáticamente cuantificadas, ellas han sido reconocidas por las autoridades tributarias desde hace muchos años. El deseo de eliminar dichas distorsiones sirvió de fundamento a la reforma de 1986.

A menudo es difícil comparar las cargas tributarias impuestas sobre nuevas inversiones, dependiendo de la forma como los diferentes activos y los diferentes medios de financiación puedan ser combinados. Los economistas recientemente, han venido dependiendo del cálculo de la tarifa tributaria marginal efectiva (TTME).

Bajo esta metodología la TTME es un porcentaje por medio del cual la tributación reduce la tasa de retorno antes de impuestos. Si el ingreso gravable es exactamente igual al ingreso económico, la TTME será igual a la tarifa marginal establecida por la ley. Si la definición de ingreso para efectos tributarios es más o menos generosa que la requerida para una medida precisa del ingreso económico, la TTME será correspondientemente más baja o más alta que la tarifa establecida en la ley. En casos extremos, la TTME puede exceder el 100% o caer más abajo de cero. Bajo estas circunstancias, la tributación estaría tomando más que el retorno real total de una inversión o estaría produciendo un subsidio, de tal manera que el retorno después de impuestos excedería el retorno antes de impuestos. En cualquier evento, las distorsiones de las decisiones económicas probablemente se darían. En el caso de que la TTME sea extremadamente alta, las inversiones productivas potenciales serán artificialmente desestimuladas, en comparación con TTME negativas, las cuales estimulan inversiones improductivas lo cual conlleva a malgastar escasos recursos. Existen dos reglas que parecen generalmente apropiadas al evaluar los sistemas tributarios. Primero, las TTME deben estar por regla general en un rango entre cero y la tarifa establecida por la ley. Segundo, las TTME deben ser relativamente uniformes con respecto a todas las inversiones.

De otra manera las inversiones sujetas a las TTME más altas serán desestimuladas frente a aquellas caracterizadas por las TTME más bajas, las cuales serán incrementadas artificialmente.

El informe de la Tributación en los negocios calculó TTME para diferentes combinaciones de activos y diferentes formas de financiación, bajo las leyes tributarias, predominantes antes y después de la reforma efectuada en 1986. Los resultados de los cálculos de la tarifa tributaria marginal efectuados para Colombia están dados en las Tablas 3-7 para dos clases de financiación: a través de la capitalización (nuevas emisiones de acciones y utilidades no distribuidas) y a través de la deuda¹⁰. Los resultados presentados en las Tablas 3 y 4 no toman en cuenta la tributación a nivel de los hogares. Así la tarifa tributaria marginal efectiva en estos casos refleja solamente la tributación a nivel de las empresas. Las tarifas tributarias en las Tablas 5-7 reflejan la tributación a nivel de las empresas y de los hogares. En aquellos casos en los cuales las inversiones están financiadas por deuda o por nuevas emisiones de acciones, la tarifa tributaria marginal combinada en inversiones hechas, por sociedades de responsabilidad limitada son presentadas entre paréntesis abajo de las inversiones de las sociedades anónimas correspondientes. Las columnas señaladas con el número "1985" hacen referencia a la legislación anterior a 1986; aquellas bajo el número "1995" se refieren a la versión final de la reforma de 1986. En todos los casos, los resultados reflejan cambios en las tarifas tributarias.

La Tabla 3 presenta los resultados para las inversiones financiadas con deuda, considerando solamente los impuestos para las sociedades. En este caso, el principal cambio en la reforma de 1986 que afecta los cálculos de la tarifa tributaria marginal efectiva consiste en la reducción del 40% al 30% de la tarifa tributaria establecida por ley para el ingreso de las sociedades.

La principal característica de estos resultados es que a una tasa de inflación del 25%, las tarifas tributarias marginales efectivas sobre la inversión realizada en los cuatro tipos de activos son aproximadamente iguales a la tarifa establecida por ley para las sociedades. Este resultado ocurre debido a que con una tasa de inflación del 25%, el valor presente real de la depreciación acelerada permitida por la ley tributaria en equipos y edificaciones es aproximadamente igual al valor presente real de la depreciación económica. Cada una de las tarifas tributarias marginales efectivas son aproximadamente iguales a la tarifa establecida por ley para las sociedades. Estos resultados implican que a una tasa de inflación del 25% para los casos específicos de las inversiones financiadas con capital analizados en la Tabla 3, el sistema tributario no distorsiona seriamente

la asignación de la inversión ni en activos ni en determinados negocios¹¹.

La neutralidad de la inversión no se obtiene a otras tasas de inflación. Aunque el valor presente de las deducciones tributarias por depreciación bajo la actual legislación colombiana es aproximadamente igual a la depreciación económica a una tasa de inflación del 25%, la depreciación para efectos tributarios es significativamente más alta que la depreciación económica con tasas más bajas de inflación. Para los casos tanto de la legislación anterior a 1986 como la posterior a 1985 se dan deducciones drásticas en la tarifa tributaria marginal efectiva sobre el ingreso de activos depreciables (especialmente equipo) a medida que la tasa de inflación cae del nivel del 25%¹². Esto a su vez implica diferenciales de impuestos entre las industrias cuando la tasa de inflación se coloca por debajo del 25%, en la medida en que las industrias intensivas en equipo, y en una menor medida las industrias intensivas en edificaciones, fueran favorecidas por el código tributario frente a las industrias intensivas en tierras y en inventarios.

Dichos diferenciales en la tarifa tributaria marginal efectiva implica una asignación ineficiente del capital en bienes de inversión e industria. Estos diferenciales de impuestos a su turno implican una reducción en la productividad de la inversión y una reducción en el valor de la producción total de la economía colombiana. Adicionalmente, las variaciones de la tarifa tributaria marginal efectiva con la tasa de inflación introduce un elemento indeseable de incertidumbre en las decisiones de inversión, lo cual a su vez, problemáticamente conllevará a una reducción en el nivel de la misma. De otro lado, las reducciones en el conjunto de la tributación del ingreso de capital que ocurren cuando la tasa de inflación disminuye puede aumentar el nivel de la inversión.

La Tabla 4 presenta las tarifas tributarias marginales efectivas para inversiones financiadas a través de deuda. Consideren primero el caso de una tasa de inflación del 25% bajo la reforma de 1986 completamente implementada. Debido a que solamente el componente de gasto financiero es deducible, y la depreciación para efectos tributarios es cercana a la depreciación económica, las tarifas tributarias marginales efectivas son aproximadamente iguales a cero en el caso de las inversiones financiadas con deuda para todos los recursos y todos los sectores. El contraste con la deducibilidad total del valor nominal de los gastos por interés bajo la legislación anterior a la reforma de 1986, lo cual resulta en una importante (y casi uniforme) tarifa tributaria marginal efectiva negativa sobre el ingreso de todos los activos y todos los sectores. Como se anotó arriba, tarifas tributarias marginales efectivas negativas resultan en asignaciones erradas de capital en activos e industrias y distorsionan las decisiones de

financiación hacia aquella fuente de financiación con ventajas desde el punto de vista tributario.

Bajo la legislación posterior a 1985 la tarifa tributaria marginal efectiva sobre el ingreso proveniente de activos depreciables nuevamente cae en la medida en que la tasa de inflación disminuye, debido a que el valor presente de las deducciones por depreciación aumenta. Sin embargo, bajo la legislación anterior a 1986 este efecto se va a pique como consecuencia de la reducción en el valor total de la deducibilidad de los gastos por intereses de los negocios, por tanto la tarifa tributaria marginal efectiva se eleva de manera importante en la medida en que la tasa de inflación disminuye. Además, el incremento en los diferenciales de impuestos sobre toda clase de activos y sobre las industrias producido como consecuencia de la caída en la tasa de inflación es mucho más dramática que en el caso de la financiación a través de la capitalización.

Los resultados presentados hasta aquí son algo artificiales debido a que ellos no toman en consideración los impuestos sobre los hogares. La Tabla 5 presenta TTME combinadas de sociedades y de personas naturales para inversiones financiadas a través de deuda. Consideren primero las cifras con una tasa de inflación del 25% como se anotó anteriormente, con dicha tasa de inflación, el valor presente de las deducciones tributarias por depreciación (para equipo y edificaciones) es aproximadamente igual al valor presente de la depreciación económica. Bajo la reforma de 1986, esto implica aproximadamente una tarifa tributaria de cero en inversiones financiadas con deuda al nivel de las empresas. Las tarifas tributarias marginales efectivas combinadas con esa tasa de inflación entonces, refleja principalmente la imposición del gravamen sobre los ingresos por interés a nivel de las personas naturales bajo el impuesto de renta y de patrimonio.

Como se anotó arriba, los diferenciales de impuestos para toda clase de activos y para toda clase de sectores son muy pequeños bajo la legislación de 1986 con una tasa de inflación del 25%, de tal forma que, la nueva ley es casi neutral con respecto a la asignación de inversión en todas las industrias con tasas de inflación cercanas (pero algo por encima) de las tasas actuales. El patrón de tarifa tributaria marginal efectiva bajo la legislación anterior a 1986 también fue casi neutral para todos los activos y todos los sectores con una tasa de inflación del 25%. Sin embargo, la tarifa tributaria promedio combinada fue mucho más baja (y negativa) como consecuencia de la deducibilidad total de los gastos por intereses. Como se anotó arriba, estas tarifas tributarias negativas resultan en una mala asignación de los recursos y en distorsiones en las decisiones de financiación.

Adicionalmente, con una tasa de inflación del 25% en comparación con la tarifa tributaria marginal efectiva de acuerdo con la legislación anterior, en las Tablas 5-7, cuando se toman en consideración los impuestos pagados por las personas naturales, se muestra la existencia de un gran incentivo tributario que favorece la financiación a través de deuda sobre la financiación a través de utilidades retenidas y de nuevas emisiones de acciones. Este incentivo tributario distorsiona las decisiones de las empresas respecto a la financiación llevándolas hacia el endeudamiento, y probablemente éste jugó un papel muy importante en el marcado incremento que se dió en la financiación a través de la deuda en los últimos años en Colombia, tal y como lo señalamos atrás. Adicionalmente, incrementos inducidos por los impuestos en la proporción de la inversión que es financiada con deuda distorsiona la asignación de recursos con base en el riesgo e incrementa la probabilidad de llevar a las empresas a la quiebra. Una de las características más importantes de la reforma de 1986 consistió en que estas distorsiones en las decisiones de financiación fueron eliminadas en gran parte, como consecuencia de las disposiciones que previenen la indexación por inflación de los ingresos y gastos financieros de las empresas, lo que significa que a una tasa de inflación del 25% de los diferenciales en las tarifas tributarias marginales efectivas son más pequeños en las Tablas 5-7, bajo la nueva legislación que lo que ocurría con ellos antes de 1986.

La Tabla 6 presenta resultados para el caso de inversiones financiadas por nuevas emisiones de acciones adquiridas por los hogares. Las utilidades de dichas inversiones están sujetas a impuestos a nivel de las sociedades debido al hecho de que los dividendos no son deducibles. Ellas también estaban sujetas al impuesto sobre los dividendos a nivel individual bajo la legislación anterior a 1986; cosa que no ocurre con la nueva ley en la cual los dividendos están exentos de impuestos a nivel de las personas naturales. En los dos casos, las acciones en sociedades están sujetas al impuesto de patrimonio para las personas naturales. Bajo la legislación anterior de inversiones hechas por sociedades de responsabilidad limitada también estaban sujetas a impuestos tanto a nivel de la sociedad como a nivel individual. La reforma de 1986 redujo drásticamente la tarifa tributaria marginal efectiva sobre inversiones financiadas a través de nuevas emisiones. Con una tasa de inflación del 25%, la tarifa tributaria marginal efectiva combinada fue reducida aproximadamente a la mitad, como consecuencia de la eliminación del gravamen individual sobre los dividendos y la disminución de la tarifa tributaria establecida por la Ley para las sociedades.

La tarifa tributaria marginal efectiva bajo la nueva legislación refleja

la tarifa tributaria más baja establecida por la Ley en Colombia a nivel de las Sociedades, combinada esta última con el impuesto de patrimonio a nivel de las personas naturales. Una vez más, con una tasa de inflación del 25% las tarifas tributarias marginales efectivas son relativamente constantes para todos los activos y todas las industrias.

Con tasas de inflación por debajo del 25% el patrón de tarifa tributaria marginal efectiva es similar a la de los casos anteriores. Esto significa que con tasas de inflación más bajas, la tarifa tributaria marginal efectiva disminuye para activos depreciables debido al incremento en el valor presente de las deducciones tributarias por depreciación. Adicionalmente, diferenciales de impuestos para los activos y las industrias se cumplen en la medida en que la tasa de inflación cae por debajo del 25%.

Las TTME combinadas para inversiones financiadas a través de utilidades retenidas se presentan en la Tabla 7. Para la financiación con utilidades no distribuidas, la metodología estandarizada de King-Fullerton implican que la tributación sobre dividendos a nivel de personas naturales no afecta las tarifas tributarias marginales efectivas sobre nuevas inversiones¹³. En la Tabla 7 la tarifa tributaria marginal efectiva entonces refleja solamente la tributación sobre la renta a nivel de las sociedades, tributación sobre ganancias de capital y sobre patrimonio a nivel de las personas naturales. Con la reforma de 1986 se obtuvieron tarifas tributarias marginales efectivas más bajas debido a la reducción de la tarifa tributaria para las sociedades y para las personas naturales (aplicadas a ganancias de capital). Sin embargo, la reducción en las tarifas es mucho más pequeña que la que se hubiera dado si las tasas de retorno provenientes de las inversiones financiadas por las utilidades retenidas hubieran estado sujetas a la tributación individual de los dividendos bajo la legislación anterior. Noten que bajo la reforma de 1986, las tarifas tributarias marginales efectivas sobre utilidades no distribuidas atribuibles a los hogares son aproximadamente iguales a aquellas que se aplican sobre nuevas emisiones de acciones adquiridas por los hogares. Esto contrasta con lo que ocurriría bajo la legislación anterior a 1986, cuando las utilidades retenidas estaban sujetas a una tarifa tributaria mucho más baja que la impuesta para el caso de las nuevas emisiones. Así, la reforma de 1986 eliminó la distorsión que favorecería la financiación a través de las utilidades retenidas sobre la emisión de nuevas acciones. Con la reforma también se elimina la distorsión en decisiones de financiación de las empresas, así como la ventaja tributaria que favorecería a empresas ya establecidas frente a las nuevas firmas. Finalmente, por las mismas razones mencionadas, y con una tasa de inflación del 25%, las tarifas marginales efectivas son uniformes para todas las clases de activos y para todos los sectores. En la medida

en que la tasa de inflación desciende, la tarifa tributaria marginal efectiva también desciende y los diferenciales de impuestos aumentan.

Los resultados también indican que, bajo la legislación anterior, las inversiones hechas por sociedades de responsabilidad limitada y financiadas con la emisión de nuevas acciones para los hogares, tuvieron una ventaja tributaria relativa con respecto al mismo tipo de inversiones hechas por sociedades anónimas. Este resultado refleja la tarifa tributaria preferencial aplicada a las inversiones hechas por sociedades de responsabilidad limitada. Sin embargo, estas tarifas tributarias aplicadas sobre las inversiones de las limitadas deben también estar comparadas con la tarifa tributaria marginal efectiva sobre inversiones financiadas mediante la retención de utilidades atribuibles a los hogares (presentadas en la Tabla 7). Esta comparación es relevante porque bajo la legislación anterior a 1986 las inversiones financiadas mediante las utilidades no distribuidas hechas por sociedades de responsabilidad limitada no se beneficiaban del aplazamiento (deferral) del pago del impuesto y por tanto soportaban la misma tarifa tributaria para nuevas emisiones de acciones establecidas en la Tabla 6. Esta comparación indica que las inversiones de las sociedades financiadas con utilidades retenidas atribuibles a los hogares estaban sujetas a una tarifa tributaria marginal efectiva más baja que la misma clase de inversiones hechas por sociedades de responsabilidad limitada. Estos resultados indican un modelo complicado de distorsiones de las inversiones financiadas a través de la capitalización bajo la legislación anterior, mientras que inversiones financiadas con nuevas emisiones de acciones (utilidades retenidas) hechas por limitadas tenían ventajas (desventajas) tributarias relativas frente a la misma clase de inversiones hechas por las sociedades anónimas. En la medida en que la financiación a través de utilidades retenidas prevaleció sobre la emisión de nuevas acciones, el sistema tributario colombiano bajo la legislación anterior realmente favoreció inversiones financiadas a través de capital hechas por sociedades anónimas frente a aquellas hechas por sociedades de responsabilidad limitada. Estos resultados se obtienen a pesar de la tarifa tributaria preferencial otorgada a las limitadas. En cualquier caso, la mala asignación de recursos a la cual inducía el tratamiento tributario diferencial con respecto a las inversiones de las sociedades anónimas y de las sociedades de responsabilidad limitada fue eliminada en la Reforma de 1986.

III. LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA

Naturalmente, con anterioridad a la reforma de 1986 muy poco progreso tuvo todo aquello relacionado con la integración y los ajustes por inflación. Hasta cierto punto esta inactividad pudo posiblemente ser con-

secuencia de las recomendaciones de las Misiones Taylor y Musgrave, las cuales se pronunciaron contra estos temas. La legislación de 1986 dió un paso importante en las dos áreas. Quizás igualmente importante fue el hecho de que la mencionada reforma preparó el terreno para un estudio más profundo del sistema tributario colombiano que puede llevar a unas reformas más ambiciosas no sólo en estas áreas sino también en otras áreas relacionadas.

A. INTEGRACIÓN

Las Misiones Taylor y Musgrave tomaron en cuenta la carencia de integración del impuesto sobre la renta de las personas naturales y jurídicas y las consecuentes distorsiones en las políticas financieras de las empresas¹⁴. Los señores Taylor y Musgrave recomendaron, entre las diferentes técnicas para reducir la doble tributación de los dividendos, aquella que consistía en otorgar una deducción a favor de las sociedades por concepto de los dividendos pagados y un descuento tributario para los accionistas por concepto de los dividendos recibidos. Bajo cualquier enfoque aplicado en su totalidad, la carga tributaria agregada sobre el ingreso de capital proveniente de las empresas era el que le correspondía al accionista. Obviamente la tarifa de la empresa sería aplicable a las utilidades no distribuidas¹⁵. A pesar del reconocimiento claro de estos problemas, ninguna de las misiones anteriores propusieron la integración.

La reforma de 1974 introdujo una gran racionalidad a la disparidad que existía en la tributación de las sociedades anónimas y de las sociedades de responsabilidad limitada, pero no realizó la integración de la tributación de las personas jurídicas y de las personas naturales. De otro lado, en 1983 como mecanismo para reducir la doble tributación de los dividendos, la legislación tributaria introdujo un descuento tributario del 10% para los dividendos recibidos. Algunos descuentos más generosos fueron otorgados para los dividendos pagados por sociedades anónimas abiertas y para algunas sumas de dividendos recibidos por personas naturales. Estos y otros incentivos fueron otorgados con el propósito de ampliar la propiedad accionaria de las empresas en el país.

Las reformas introducidas en 1986 eliminaron la doble tributación de los dividendos. Pero no se empleó ninguno de los enfoques conceptualmente correctos que fueron descritos anteriormente. Lo que se hizo fue sacar los dividendos del cómputo de la renta gravable de los accionistas. A diferencia de los enfoques conceptualmente correctos descritos arriba, la tarifa tributaria aplicada al ingreso distribuido de las sociedades es la tarifa tributaria para dichas sociedades en vez de aplicar la tarifa tributaria marginal de los accionistas individualmente considerados.

Para algunos esto parece ser un retroceso terrible e inequitativo de las políticas de la época de Rojas Pinilla cuando los dividendos no estaban sujetos a impuestos. Frente a esto se puede argumentar, sin embargo, que el enfoque escogido fue enteramente apropiado para un país con las capacidades administrativas de Colombia. Después de todo, es mucho más simple administrar la concepción escogida en 1986 que implementar el esquema de descuento para el accionista. Aún la deducción por concepto de dividendos pagados por las sociedades sería algo más complicado que el enfoque escogido entre 1986, debido a que este último implica la necesidad de gravar los dividendos a la tarifa apropiada para los accionistas individualmente considerados. Más allá de esto, la principal diferencia entre el enfoque conceptualmente correcto y el enfoque adoptado en 1986 implica el gravamen sobre el ingreso distribuido a los accionistas sujetos a tarifas tributarias marginales por debajo de las tarifas correspondientes a las sociedades. Dada la desigualdad en la distribución de la riqueza en Colombia esta diferencia probablemente no es importante.

B. AJUSTES POR INFLACIÓN Y DEDUCCIONES PERMITIDAS POR DEPRECIACIÓN

Así como las Misiones Taylor y Musgrave miraron el problema de la integración, también examinaron la posibilidad de incluir ajustes por inflación¹⁶. Las dos misiones argumentaron que la introducción de ajustes por inflación debilitaría la política adoptada de combatir la inflación. En esto ellos reflejaron el pensamiento de la época, según el cual la ausencia de ajustes por inflación fortalecía la utilidad del impuesto sobre la renta como estabilizador contra cíclico. Los dos también introdujeron el concepto de depreciación acelerada en frente del concepto de ajustes explícitos por inflación de las deducciones por depreciación.

Durante los años setenta y a comienzos de los ochenta los ajustes por inflación se dieron a través de montos fijos dados en términos monetarios, incluyendo intervalos límites de tarifas, para el caso de ganancias de capital y de intereses en UPAC's. Para el resto de los casos, sin embargo, no había indexación, ni para ingresos por interés, ni para los gastos, ni para las deducciones por depreciación, ni para el costo de los inventarios vendidos. En cambio fue establecido el sistema de la depreciación acelerada que se encuentra en la legislación vigente.

Las reformas de 1986 representaron un cambio importante con respecto a la tradición anterior. Por primera vez se reconoció que ajustes explícitos por inflación debían ser dados para los ingresos y gastos por interés. Aunque lo relacionado con deducciones por depreciación e inventarios

quedaron sin indexar, una disposición importante de la reforma de 1986 facultó al Presidente para cambiar las normas que se refieren a ajustes por inflación durante los dos años siguientes a la reforma.

IV. EL INFORME DE LA TRIBUTACIÓN DE LOS NEGOCIOS.

Mientras que la reforma de 1986 introdujo un tratamiento más lógico de los ingresos y gastos por interés, ésta no cambió el tratamiento tributario existente en Colombia para las deducciones por depreciación (y similares), inventarios y ganancias de capital. Como consecuencia, el Gobierno colombiano exigió un examen exhaustivo de la tributación del ingreso proveniente de los negocios y del capital, con el propósito de que esto sirviera como fundamento para cambios potenciales similares a los permitidos en la legislación de 1986. Yo tuve el privilegio de servir como director de este estudio, cuyos resultados fueron publicados el mes anterior. En ese estudio nosotros examinamos la racionalización del impuesto sobre la renta y la posibilidad de cambiar a un impuesto directo sobre el consumo y no sobre el ingreso. Como parte de este estudio nosotros examinamos cuestiones concernientes con el cálculo del ingreso sin relacionarlo directamente con los ajustes por inflación e intentamos calcular tarifas marginales efectivas aplicadas al ingreso recibido de inversiones tomando en consideración varias combinaciones de activos y medios de financiación. Así pues, revisaré en adelante los aspectos más relevantes que hemos encontrado en este estudio hasta el momento.

A. LA ALTERNATIVA BASADA EN EL INGRESO.

Una medida más precisa del ingreso real para efectos tributarios implica dos tipos de cambios. El primero supone asuntos complejos de tiempo. Esto incluye aspectos tales como el tratamiento de emisiones al descuento, ventas a plazos, producción durante varios años y deducciones por deudas malas. No trataré estos temas en detalle alguno. Sólo indico que el hecho de pretender manejarlos satisfactoriamente puede complicar de manera considerable el impuesto sobre la renta¹⁷.

El segundo tipo de cambios implica ajustes por inflación en depreciación, inventarios y ganancias de capital. Alternativamente uno podría adoptar un "sistema integrado" conceptualmente más satisfactorio pero más complicado, como es el existente en Chile. Bajo esta concepción los balances son ajustados por inflación y dichos ajustes se reflejan en el ingreso gravable, produciéndose una medida del ingreso real ajustada por la inflación¹⁸. La concepción chilena no es recomendada debido a que en

Colombia prácticamente no hay experiencia anterior con los ajustes por inflación¹⁹.

Bajo el impuesto sobre la renta ajustado por inflación descrito en "Informe de la Tributación de los Negocios", la tarifa tributaria marginal efectiva (para el impuesto de las sociedades) debe ser equivalente a la tarifa establecida por ley para todo tipo de inversiones sin tener en consideración la forma de financiación²⁰.

B. EL IMPUESTO ALTERNATIVO SIMPLIFICADO.

El "Informe de la Tributación de los Negocios" también contiene la descripción de un sistema de tributación directa basado en el consumo, que nosotros llamamos el Impuesto Alternativo Simplificado (I.A.S.). La característica fundamental de este sistema para los propósitos que nos ocupan es el hecho de que ni los dividendos ni los pagos por intereses constituyen gastos deducibles ni renta gravable.

Adicionalmente, vale la pena notar que son permitidas inmediatamente las deducciones para todas las compras de las empresas, incluyendo aquellas de activos depreciables y adiciones en inventarios.

Estos cambios tendrían implicaciones importantes para la administración de impuestos, para el comportamiento de la economía y para la política financiera de las empresas. Primero, un sistema como este sería muchísimo más sencillo para implementar que el actual impuesto sobre la renta. No habría necesidad de tablas de depreciación ni de contabilización de inventarios. Además, debido a que los dividendos y los intereses estarían exentos, no habría necesidad de intentar identificar a los beneficiarios de dichos pagos; y por la misma razón la retención sobre dichos pagos tampoco se requeriría.

El actual sistema tributario envuelve asimetrías importantes, debido a que los intereses son deducibles y gravados, pero los dividendos no son ni deducibles ni gravados. Bajo el impuesto alternativo simplificado esta distinción desaparecería. Como consecuencia, el sistema tributario sería verdaderamente neutral hacia la elección entre la financiación a través de la deuda y la financiación a través de la capitalización.

Bajo el impuesto alternativo simplificado la tarifa tributaria marginal efectiva es exactamente igual a cero. Esto tiene muchas ventajas potenciales. Primero, bajo un sistema de impuesto de renta ajustado por inflación, la tarifa tributaria marginal efectiva es igual a la tarifa establecida por la ley, siempre y cuando las deducciones tributarias por depreciación reflejen muy de cerca la depreciación económica, la tarifa tributaria marginal efec-

tiva también diferirá de la tarifa establecida por la ley. Desafortunadamente, es difícil conocer la tasa exacta de depreciación económica para todos los activos.

Como consecuencia, no sería sorprendente conocer que la tarifa tributaria marginal efectiva realmente difiere de las tarifas establecidas por la ley. A diferencia del impuesto sobre la renta, el I.A.S. basado en el consumo no discrimina contra el ahorro para consumo futuro. Por lo tanto, el ahorro doméstico podría ser mayor bajo el I.A.S. que bajo el impuesto sobre la renta. Es difícil saber cuánto peso se debe dar a esta ventaja por las siguientes razones. Primero, aún en los países desarrollados ha sido notoriamente difícil determinar la sensibilidad del ahorro a los cambios en la tasa de retorno después de impuestos. La incertidumbre respecto de los efectos sobre el ahorro al cambiar a un sistema de impuesto basado en el consumo es tan grande como la que existe en los países en desarrollo. Segundo, el acceso al mercado internacional de capitales es probablemente más importante que el ahorro privado como un determinante del nivel total de la formación de capital en Colombia.

Otra ventaja potencialmente más importante del impuesto alternativo simplificado conlleva la posición de Colombia en el mundo financiero internacional. Como un país pequeño que es Colombia, los inversionistas colombianos reciben esencialmente tasas de retorno fijas cuando invierten en el exterior. Muchas inversiones en los Estados Unidos (y en Europa) no son gravadas cuando son recibidas por extranjeros. En cambio, un colombiano que invierte en su país debe pagar impuestos sobre las utilidades derivadas de dichas inversiones. Por lo tanto, las inversiones en el exterior tienen ventajas tributarias, a menos que Colombia pueda aplicar con éxito su régimen de renta mundial sobre el ingreso obtenido por sus residentes en el exterior. El cambio al impuesto alternativo simplificado, con una TTME de cero pondría en igualdad de condiciones esta competencia desigual que se viene presentando²¹.

V. LAS REFORMAS DE 1986 EN PERSPECTIVA

Las reformas de 1986 representan un paso significativo hacia adelante ya sea que se mire desde la perspectiva del sistema basado en el ingreso o al I.A.S. basado en el consumo.

A. LA PERSPECTIVA DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA

Aunque la eliminación del impuesto sobre los dividendos del accionista no es conceptualmente la forma correcta de alcanzar la integración, de todas formas dicha eliminación deberá tener un efecto favorable.

Si se logra que el tratamiento tributario de la deuda y del capital sea más o menos equivalentes, esto ayudará a revertir el proceso de descapitalización que ha azotado la economía colombiana.

La introducción de la indexación de los intereses también debe ayudar a prevenir la descapitalización. Por estas dos razones la política tributaria es mucho más neutral de lo que era antes de los cambios efectuados en 1986. Quedan sin embargo, por hacer cambios importantes, como se anotó arriba, pero estos son relativamente menores con respecto a la política financiera de las empresas.

B. LA PERSPECTIVA DEL I.A.S.

Aunque la eliminación del impuesto sobre dividendos no es consistente conceptualmente con un sistema puro de integración, es un componente inherente del I.A.S. La eliminación de la base gravable (como un gasto deducible y como elemento de renta gravable) del componente inflacionario de los pagos por intereses envuelve una parte importante del cambio requerido bajo el I.A.S.²². En esta medida las reformas de 1986 pueden ser consistentes tanto con un cambio hacia un impuesto de renta completamente ajustado por inflación o hacia el I.A.S.

Esta caracterización no es apropiada en el caso de las deducciones por depreciación. El cambio a un impuesto de renta ajustado por inflación requeriría una reducción de las deducciones por depreciación para asemejarse más a la depreciación económica, pero también requeriría de la indexación por inflación de dichas deducciones. En contraste, moverse al I.A.S. implicaría deducciones aún más rápidas por gastos de capital. Por consiguiente, a diferencia de la situación del tratamiento tributario de los dividendos y de los intereses, los cambios requeridos en el tratamiento de los activos depreciables para moverse a un impuesto de renta ajustado por inflación son diametralmente opuestos a aquellos requeridos por un cambio hacia el I.A.S. En el caso de edificios, la aceleración de las deducciones implícitas por el hecho de considerarlas como gastos serían especialmente grandes.

VI. TRANSICIÓN

La elección entre las alternativas basadas en el ingreso y en el consumo descritos arriba es difícil. Quizás igualmente difícil es la tarea de diseñar la transición del impuesto de renta existente a cualquiera de las alternativas. Particularmente difícil es el problema propuesto por la deuda o crédito existente. Claramente no es apropiado prohibir inmediatamente todas

las deducciones por intereses de deudas vigentes en el momento en que el nuevo I.A.S. se adopte; esencialmente el mismo juicio es apropiado en el caso de una introducción repentina de un sistema de ajuste por inflación, para gastos por intereses²³. La reforma de 1986 estableció que la deducción del componente inflacionario para todos los gastos por intereses sería completada durante un período de 10 años. El informe de la tributación de los negocios adoptó un enfoque un poco diferente; unas deducciones un poco más generosas serían permitidas por un monto de intereses igual a la suma pagada en un "período base" correspondiente a los años inmediatamente anteriores a la reforma, con un tratamiento menos generoso para los intereses que excedan de la suma del período base.

VII. CONCLUSIONES

El impuesto de renta colombiano está calificado como uno de los mejores del tercer mundo. De interés particular para nuestro propósito es el hecho de que la reforma de 1986 eliminó la doble tributación de los dividendos e introdujo ajustes por inflación para ingresos y gastos por interés. Estas reformas deben eliminar la mayor parte de las distorsiones de la política financiera de las empresas creadas por la legislación anterior la cual fue caracterizada por no tener ni un esquema de integración importante, ni ajustes por inflación en el cálculo de la renta de las empresas y del capital. La tarea que resta, si Colombia pretende continuar dependiendo de los impuestos directos sobre la renta y sobre el patrimonio, es racionalizar aún más las bases de dichos impuestos, mediante el ajuste por inflación a los activos depreciables y similares, a los inventarios y a otros bienes de capital.

Una manera de racionalizar el sistema de tributación directa en Colombia sería adoptar el Impuesto Alternativo Simplificado. Dicho gravamen tendría numerosas ventajas, tales como la simplificación, la neutralidad económica, la neutralidad hacia la política financiera de las empresas y evitaría la fuga de capitales. La implementación del impuesto sobre el patrimonio sería más difícil.

NOTAS:

1. Veá McLure, Mutti, Thuronyi y Zodrow, 1988.
2. No se intenta dar una lista completa de las disposiciones legales de los años sesenta, que pudieron haber afectado la política financiera. Veá, sin embargo, Fiscal Survey of Colombia, 1965.
3. Veá Fiscal Survey of Colombia, 1965; Musgrave y Gillis 1971; o McLure, 1979. Para una visión contraria veá Bradford, 1981; Sinn, 1987. Brevemente, en el caso de utilidades no distribuidas la así llamada "nueva visión" niega que el impuesto pagado sobre dividendos origine doble tributación, en el sentido de que el impuesto sobre un mismo valor presente debe ser pagado, ya sea que las utilidades sean distribuidas antes o después de recibir ingreso adicional por inversión.
4. Dos clases conceptualmente distintas de indexación son comúnmente requeridas si un impuesto sobre la renta no va a ser afectado por los efectos de la inflación. La primera implica indexación de montos fijos en términos (monetarios) nominales, como por ejemplo límites en los intervalos de las tarifas tributarias. Este tipo de indexación que ha venido aplicándose cada vez más desde las reformas de 1974 no se discute adicionalmente en el presente estudio. La segunda clase de indexación considerada aquí implica ajustes por inflación en el cálculo del ingreso proveniente de los negocios y del capital. Para más información sobre esta distinción veá Aaron, 1976 y respecto de la experiencia Colombiana en esta área, veá Perry y Cárdenas, 1986 y McLure, 1988.
5. Las ramificaciones para los préstamos internacionales dependen del tratamiento tributario del ingreso por intereses del prestamista, por parte de Colombia y del país de origen del prestamista.
6. Veá Carrizosa, p. 32, 1986.
7. Veá Chica, pp. 232-233, 1985.
8. Veá Chica, p. 220, 1985.
9. Veá Carrizosa, p. 34, 1986.
10. Estas están incluidas con más detalle en McLure, Mutti, Thuronyi y Zodrow, Capítulo 4, de donde esta discusión ha sido tomada. La metodología de la TTME y sus limitaciones son también descritos allí, 1988.
11. Los resultados pueden ser cualificados por el hecho de que el análisis de la TTME ignora un número relevante de características de la estructura tributaria colombiana, como por ejemplo las preferencias respecto de las industrias cafetera y ganadera. Debido a estas preferencias, el sistema tributario no es verdaderamente neutral con respecto a la asignación de inversión en las industrias, aún con una tasa de inflación del 25%. Además, ha sido necesario agregar todo tipo de edificaciones y equipos en 2 categorías solamente. En contraste, la mejor evidencia disponible indica que hay una variación sustancial en la vida productiva de los activos de cada una de esas categorías agregadas.
En la medida en que la tasa de depreciación económica de un activo particular difiere de la sumida por la categoría agregada, los cálculos de la TTME estarán equivocados.
12. Esta discusión se centra en los efectos de una reducción de la inflación del 25%. En todos los casos si la inflación se aumentara sustancialmente arriba del 25% la TTME también se incrementaría.
13. Las consecuencias de la llamada "nueva visión" de los efectos de la tributación de dividendos para los cálculos de la TTME son discutidos ampliamente en el apéndice del capítulo 4 del Informe de la Tributación de los Negocios.
14. Fiscal Survey, 1965, p. 54-55 y p. 244-268 y Musgrave y Gillis 1971, p. 78-81.
15. Por una discusión más detallada de los mecanismos para alivio de los dividendos, veá McLure, 1979.
16. Veá Fiscal Survey, 1965, p. 82-85 y 263-267 y Musgrave y Gillis, 1971, p. 82.
17. Veá, sin embargo, McLure, Mutti, Thuronyi y Zodrow, capítulo 1.

18. Este enfoque está descrito en McLure, Mutti y Zodrow (1988), capítulo 7. Note que el término "integrado" es usado en este contexto para describir el sistema de ajustes por inflación; éste no tiene relación con la integración de los impuestos de sociedades, y de personas naturales, que se discutió anteriormente.
19. Casanegra (1984) enfatiza el valor de la experiencia previa al intentar implementar sistemas más complicados de ajustes por inflación.
20. En realidad la validez de esta afirmación depende de la precisión de las tasas de depreciación asumidas.
21. Para una exposición detallada de este argumento, vea McLure (su próximo documento).
22. Suponga que la tasa nominal de utilidad es 25% y la tasa de inflación es 20%. Empleando una versión simplificada de la "Regla de Fisher" la cual ignora la tributación y la interacción de los términos, nosotros veríamos que sin tener en cuenta el componente inflacionario del interés nominal, se alcanzaría un 80% del efecto de no tomar de ninguna manera el interés.
23. Esencialmente los mismos asuntos surgen desde el punto de vista del ingreso y del gasto por interés. Yo me centro en el tratamiento del gasto, parcialmente porque es el punto donde las presiones políticas estarán concentradas.

BIBLIOGRAFÍA

- Aaron, Henry J., editor "Inflation and the Income Tax", Washington: Brookings Institution, 1976. (a)
- Aaron, Henry J., "Inflation and the Income Tax: An Introduction", in Henry J. Aaron, editor, *Inflation and the Income Tax* Washington: Brookings Institution, 1976, pp. 1-131. (b)
- Adjustments for Tax Purposes in Highly Inflationary Economies, Proceedings of a 1984 seminar of the International Fiscal Association held in Buenos Aires.
- Bird, Richard M., *Taxation and Development: Lessons from the Colombian Experience* (Cambridge: Harvard University Press, 1970).
- Bradford, David F., "The Incidence and Allocation Effects of a Tax on Corporate Distributions". *Journal of Public Economics* Vol. 15, No. 1 (February 1981), pp. 1-22.
- Carrizosa S., Mauricio, *Hacia la Recuperación del Mercado de Capitales en Colombia* (Bogotá: Bolsa de Valores de Bogotá, 1986).
- Casanegra de Jantscher, Milka, "Chile", in *Adjustment for Tax Purposes in Highly Inflationary Economies*, Proceedings of a 1984 seminar of the International Fiscal Association held in Buenos Aires, pp. 25-35.
- Chica, Ricardo A. "La Financiación de la Inversión en la Industria Manufacturera Colombiana: 1970-1980" en *Desarrollo y Sociedad*, Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico, vol. 15-16 (septiembre 1984, marzo 1985), p. 220.
- Fiscal Survey of Colombia* (Baltimore: Johns Hopkins Press, 1965).
- Gillis, Malcom, and Charles E. McLure, Jr., "The Colombian Tax Reform of 1974". xeroxed, 1975.
- Gillis, Malcom, and Charles E. McLure, Jr., *La Reforma Tributaria Colombiana de 1974* (Bogotá: Banco Popular, 1977).
- Harberger, Arnold C., "Notes on the Indexation of Income Taxes", memorandum prepared for the finance ministre of Indonesia, August 1982.
- Harberger, Arnold C., "Comments", in Henry J. Aaron, Harvey Galper, and Joseph A. Pechman, *Uneasy Compromise: problems of a Hybrid Income Consumption Tax* (Washington: Brookings Institution, 1988), pp. 380-83.
- Impuesto sobre la Renta en Colombia: Compilación Cronológica de normas vigentes de Impuesto a la Renta, Complementarios y Procedimiento* (Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público. 1984).

- Lent, George E., "Adjustment of Taxable Profits for inflation", *International Monetary Fund Staff Papers*, vol. 22 (November 1975), pp. 641-79.
- Lent, George E., "Adjusting Taxable Profits for inflation: The Foreign Experience", in Henry J. Aaron, editor, *Inflation and the Income Tax* (Washington: Brookings Institution, 1976), pp. 195-213.
- Low M., Enrique, and Gómez R., Jorge, *Política Fiscal* (Bogotá Universidad Externado de Colombia, 1986).
- Massone P., Pedro, "Adjustment of Profits for Inflation: Part I", *Bulletin of the International Bureau for Fiscal Documentation*, 1981, pp. 3-15 (a).
- Massone P., Pedro, "Adjustment of Profits for Inflation: Part II", *Bulletin of the International Bureau for Fiscal Documentation*, 1981, pp. 51-61 (b).
- McLure, Charles E., Jr. *Must Corporate Income Be Taxed Twice?* (Washington: Brookings Institution, 1979).
- McLure, Charles E., Jr. "Income and Complementary Taxes", xeroxed, 1982.
- McLure, Charles E., Jr. "Lessons for LDCs of U.S. Income Tax Reform" presented at a Duque University conference on "Postwar Lesser Development Countries (LCD) Experience with Fundamental Tax Reform", held in Washington, D.C., April, 1988 (a).
- McLure, Charles E., Jr. "The 1986 Act: Tax Reform's Finest Hour or Death Throes of the Income Tax?" *National Tax Journal*, vol 41, No. 3 (September 1988), pp. 303-15 (b).
- McLure, Charles E., Jr. "Tax Reform in an Inflationary Environment: The case of Colombia", presented at a conference on *World Tax Reform*, San Francisco, October 7, 1988, sponsored by the International Center for Economic Growth. (c).
- McLure, Charles E., Jr. "U. S. Tax Laws and Capital Flight from Latin America". *Forthcoming an Inter American Law Review*.
- McLure, Charles E., Jr. Jack Mutti, Victor Thuronyi, and George Zodrow, *The Taxation of Income from Business and Capital in Colombia* (Bogotá: Dirección General de Impuestos Nacionales, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 1988).
- Musgrave Richard A., and Malcolm Gillis, *Fiscal Reform for Colombia: the Final Report and Staff Papers of the Colombian Commission on Tax Reform* (Cambridge, Mass: Harvard University International Tax Program, 1971).
- Nueva Reforma Tributaria, Segunda Edición* (Bogotá: Cámara de Comercio de Bogotá, 1987).
- Pedro R., Santiago, "Fundamentos, Objetivos e Instrumentos de la Reforma: Alcance de las Facultades Extraordinarias Otorgadas al Ejecutivo", en *Nueva Reforma Tributaria, Segunda Edición* (Bogotá: Cámara de Comercio de Bogotá, 1987), pp. 21-31.
- Perry R., Guillermo, and Cárdenas S., Mauricio, *Diez años de Reformas Tributarias en Colombia* (Bogotá: FEDESARROLLO, 1986).
- Sinn, Hans-Werner, *Capital Income Taxation and Resource Allocation* (New York: North Holland, 1987).
- Sitor, Richard, "Reform of the Business tax Structure: Analysis of problems and Alternative Remedial Proposals", in Richard A. Musgrave and Malcolm Gillis, *Fiscal Reform of Colombia: the final Report and Staff Papers of the Colombian Commission on Tax Reform* (Cambridge, Mass: Harvard University International Tax Program, 1971). pp 463-529.
- Tanzi, Vito, "Adjusting Personal Income Taxes for Inflation and the Income Tax (Washington: Brookings Institution, 1976). pp. 215-31.
- Thirs, Wayne, "Some Lessons from the Colombian Experience", *Provisional Papers in Public Economics*, World Bank, Washington, April 8, 1988.

- White, Melvin, and Quale, Andre C., Jr., "The Colombian Individual Income Tax: Rates, Exemptions, Deductions, and Administrative Aspects", in Richard A. Musgrave and Malcolm Gillis, *Fiscal Reform for Colombia: the Final Report and Staff Papers of the Colombian Commission on Tax Reform* (Cambridge, Mass: Harvard University International Tax Program, 1971), pp. 301-330.
- Zodrow, George R., and Charles E. McLure, Jr., "Alternative Methods of Taxing Consumption in Developing Countries", xeroxed, 1988.
- United States Department of the Treasury, *Tax Reform for Fairness, Simplicity, and Economic Growth* (Washington: U.S. GOP, 1984).

TABLA 1
ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS
(Deuda como porcentaje de deuda más capital)

Año	Todas las empresas (a)	Empresas Manufactureras (b)
1950	24.0	-
1951	27.0	-
1952	27.0	-
1953	32.0	-
1954	31.0	-
1955	29.0	-
1956	23.0	-
1957	32.0	-
1958	34.0	-
1959	35.0	-
1960	37.0	34.2
1961	37.0	35.9
1962	40.0	37.9
1963	40.0	40.0
1964	43.0	42.5
1965	43.0	42.8
1966	45.0	45.7
1967	44.0	44.1
1968	44.0	44.5
1969	46.0	-
1970	43.9	42.5
1971	47.4	46.8
1972	49.8	49.0
1973	53.7	52.7
1974	57.0	57.0
1975	60.5	59.9
1976	62.1	61.5
1977	61.6	60.4
1978	61.1	59.4
1979	65.1	63.5
1980	73.0	-
1981	71.2	-
1982	71.7	-
1983	71.2	-

Fuente: Columna (a): Carrisoza Mauricio., Hacia la Recuperación del Mercado de Capitales en Colombia. (Bogotá, Colombia: Editorial Presencia, Ltda., 1986), p32.
 Columna (b): Chica A., Ricardo. "La Financiación de la Inversión en la Industria Manufacturera Colombiana: 1970-1980" en Desarrollo y Sociedad, Centre de Estudios sobre Desarrollo Económico, Vol. 15-16 (septiembre 1984-marzo 1985), pp. 232-33.

TABLA 2
ESTRUCTURA DE PLAZO DE LA DEUDA DE EMPRESAS
MANUFACTURERAS

Año	Corto Plazo (a)	Mediano Plazo (b)	Largo Plazo (c)
1970	30.95	28.19	40.86
1971	27.21	28.03	44.76
1972	21.00	24.84	54.16
1973	27.51	21.87	50.62
1974	31.89	20.70	47.41
1975	32.26	21.24	42.50
1976	43.74	21.40	34.86
1977	45.83	26.06	28.11
1978	46.01	27.40	26.59
1979	47.59	25.53	26.88
1980	49.94	26.98	23.08

Fuente: Chica, Ricardo A. "La Financiación de la Inversión en la Industria Manufacturera Colombiana: 1970-1980", en *Desarrollo y Sociedad*, Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico, vol. 15-16 (septiembre 1984-marzo 1985), p. 220.

TABLA 3
TARIFA TRIBUTARIA MARGINAL EFECTIVA DE LAS SOCIEDADES
FINANCIACION A TRAVES DE LA CAPITALIZACION

	Inflación=0		Inflación=.10		Inflación=.25	
	1985	1995	1985	1995	1985	1995
ACTIVO						
Equipo	15.5	11.2	27.2	18.8	38.9	27.2
Edificaciones	28.2	20.6	38.0	27.8	43.3	31.6
Inv. / terrenos	40.0	30.0	40.0	30.0	40.0	30.0
SECTOR:						
Agricultura	37.3	27.8	39.4	29.4	40.7	30.3
Minería	24.5	17.9	33.9	24.5	41.2	29.7
Manufacturero	31.3	23.3	36.2	26.6	40.3	29.5
Construcción	27.6	20.2	35.9	26.1	41.6	30.3
Comercio	37.8	28.3	39.0	29.1	40.1	29.9
Transporte	18.5	13.5	28.9	20.3	39.1	27.6
Finanzas	27.7	20.4	35.4	25.8	41.1	29.9
Servicios	30.8	22.7	38.2	28.1	42.4	31.1
TOTAL:	28.7	21.2	35.5	25.9	40.8	29.7

Fuente: MacLure, Mutti, Thuronyi y Zodrow (1987), *La Tributación del ingreso proveniente de los negocios y del capital en Colombia*, Capítulo 4.

TABLA 4
TARIFA TRIBUTARIA MARGINAL EFECTIVA DE LAS EMPRESAS
FINANCIACION A TRAVES DE DEUDA

	Inflación = 0		Inflación = 10		Inflación = 25	
	1985	1995	1985	1995	1985	1995
ACTIVO						
Equipo	-41.0	-27.6	-88.6	-16.1	-169.0	-3.7
Edificaciones	-19.4	-13.4	-70.1	-3.1	-161.0	2.9
Inv. / tierras	0.0	0.0	-66.7	0.0	-167.0	0.0
SECTOR:						
Agricultura	-4.5	-3.1	-67.7	-0.8	-165.8	0.5
Minería	-25.8	-17.5	-77.1	-7.9	-164.9	-0.1
Manufacturero	14.4	-9.8	-73.2	-4.9	-166.5	-0.5
Construcción	-20.6	-14.1	-73.7	-5.5	-164.0	0.8
Comercio	-3.7	-2.5	-68.4	-1.3	-166.9	-0.1
Transporte	-35.9	-24.2	-85.7	-14.0	-168.6	-3.1
Finanzas	-20.4	-13.9	-74.6	-6.1	-165.0	0.2
Servicios	-15.1	-10.4	-69.7	-2.6	-162.7	2.0
TOTAL:	-18.9	-12.8	-74.4	-5.9	-165.5	-0.1

Fuente: McLure, Mutti, Thuronyi, y Zodrow (1987). *La Tributación del ingreso proveniente de los negocios y del capital en Colombia*, Capítulo 4.

TABLA 5
TARIFA TRIBUTARIA MARGINAL EFECTIVA COMBINADA
FINANCIACION A TRAVES DE DEUDA

	Inflación=0		Inflación=10		Inflación=25	
	1985	1995	1985	1995	1985	1995
ACTIVO						
Equipo	-3.5 (16.9)	-4.4	-31.1 (13.2)	5.5	-79.2 (5.8)	16.2
Edificaciones	13.2 (22.9)	7.8	-16.9 (18.7)	16.7	-73.1 (9.3)	21.9
Inv. / tierras	28.1 (28.1)	19.5	-14.2 (20.3)	19.5	-77.7 (8.6)	19.5
SECTOR:						
Agricultura	24.6 (26.9)	16.8	-15.0 (19.9)	18.7	-76.8 (8.7)	19.9
Minería	8.2 (21.1)	4.3	-22.3 (16.7)	12.6	-76.1 (7.8)	19.4
Manufacturero	17.0 (24.2)	11.0	-19.2 (18.1)	15.2	-77.3 (8.0)	19.0
Construcción	12.2 (22.5)	7.2	-19.7 (17.7)	14.6	-75.4 (8.3)	20.1
Comercio	25.2 (27.1)	17.3	-15.5 (19.7)	18.4	-77.6 (8.4)	19.4
Transporte	0.4 (28.3)	-1.4	-28.9 (14.1)	7.3	-78.9 (6.2)	16.7
Finanzas	12.4 (22.6)	7.5	-20.3 (17.5)	14.2	-76.2 (8.1)	19.6
Servicios	16.5 (24.0)	10.4	-16.6 (19.0)	17.1	-74.4 (9.0)	21.2
TOTAL:	13.6 (23.0)	8.4	-20.2 (17.6)	14.4	-76.6 (8.0)	19.3

Cifras entre paréntesis y aquellas para 1995 se aplica a Sociedades de Responsabilidad Limitada; cifras afuera del paréntesis se aplican a Sociedades Anónimas.

Fuente: McLure, Mutti, Thuronyi y Zodrow (1987), *La Tributación del ingreso proveniente de los negocios y del capital en Colombia*, Capítulo 4.

TABLA 6
TARIFA TRIBUTARIA MARGINAL EFECTIVA COMBINADA
NUEVAS EMISIONES DE ACCIONES

	Inflación=0		Inflación=10		Inflación=25	
	1985	1995	1985	1995	1985	1995
ACTIVO						
Equipo	50.0 (43.8)	16.1	57.7 (46.6)	24.4	65.2 (49.9)	32.6
Edificaciones	58.3 (47.9)	26.0	64.8 (50.2)	33.1	68.5 (52.3)	37.6
Inv. / tierras	66.0 (51.6)	35.4	66.0 (51.6)	35.4	66.2 (51.6)	35.4
SECTOR:						
Agricultura	64.2 (50.7)	33.2	65.6 (51.2)	34.8	66.7 (51.7)	35.6
Minería	55.9 (46.7)	23.1	62.1 (48.9)	29.9	66.9 (51.3)	35.4
Manufacturero	60.3 (48.9)	28.6	63.9 (50.0)	32.0	66.3 (51.3)	35.0
Construcción	57.9 (47.7)	25.5	63.4 (49.6)	31.5	67.3 (51.6)	36.0
Comercio	64.5 (50.9)	33.6	65.4 (51.2)	34.5	66.2 (51.5)	35.3
Transporte	52.0 (44.8)	18.5	58.8 (47.2)	25.8	65.4 (50.2)	33.0
Finanzas	58.0 (47.7)	25.7	63.0 (49.5)	31.2	66.9 (51.4)	35.5
Servicios	60.0 (48.7)	28.1	64.9 (50.5)	33.5	67.9 (52.1)	36.9
TOTAL:	58.6 (48.0)	26.4	63.1 (49.6)	31.3	66.7 (51.3)	35.3

Cifras entre paréntesis y aquellos para 1995 se aplica a Sociedades de Responsabilidad Limitada; cifras afuera del paréntesis se aplican a Sociedades Anónimas.

Fuente: McLure, Mutti, Thuronyi y Zodrow (1987), La Tributación del ingreso proveniente de los negocios y del capital en Colombia, Capítulo 4.

TABLA 7
TARIFA TRIBUTARIA MARGINAL EFECTIVA COMBINADA
UTILIDADES NO DISTRIBUIDAS

	Inflación=0		Inflación=10		Inflación=25	
	1985	1995	1985	1995	1985	1995
ACTIVO:						
Equipo	26.0	19.4	36.9	27.2	48.3	35.2
Edificaciones	37.8	28.9	46.9	36.1	52.4	40.0
Inv. / tierra	49.2	38.0	49.2	38.0	49.2	38.0
SECTOR:						
Agricultura	46.6	35.9	48.6	37.5	49.8	38.4
Minería	34.4	26.2	43.2	32.8	50.4	37.9
Manufacturero	41.0	31.4	45.5	34.8	49.5	37.6
Construcción	37.3	28.5	45.0	34.4	50.8	38.5
Comercio	47.1	36.3	48.2	37.2	49.3	37.9
Transporte	28.9	21.7	38.5	28.6	48.5	35.6
Finanzas	37.5	28.6	44.6	34.0	50.3	38.0
Servicios	40.3	30.9	47.2	36.4	51.5	39.4
TOTAL:	38.4	29.3	44.7	34.1	50.0	37.9

Fuente: McLure, Mutti, Thuronyi y Zodrow (1987), La Tributación del ingreso proveniente de los negocios

COMENTARIO Y DISCUSIÓN

Guillermo Perry R.

Por razones obvias, voy a concentrar mis comentarios al trabajo de McLure y Zodrow en aquellos aspectos que pueden ser motivo de acción por parte del Gobierno antes de fin de año, en virtud de las autorizaciones que le concedió el Congreso como parte de la reforma tributaria de finales de 1986. En consecuencia, centraré la discusión en los temas de ajustes por inflación en la legislación tributaria y me referiré apenas de manera tangencial a la propuesta del "impuesto simplificado alternativo" y al tema de la integración de la tributación de las empresas y personas naturales que llevó a cabo la reforma de 1986.

ANTECEDENTES

Como indican los autores, apenas en 1974 se introdujeron los primeros ajustes por inflación al sistema tributario colombiano, lo cual no es sorprendente por cuanto la tasa de inflación en el país hasta principios de 1970 no alcanzó el 10% en promedio y hacia mediados de 1974 se había elevado a un equivalente anual superior al 25%. En esa ocasión se introdujo un ajuste parcial (limitado al 8% anual) en los intervalos de aplicación de las tarifas y el costo de los activos fijos (de carácter opcional) para propósitos del impuesto a las ganancias de capital. Dicho ajuste se extendió a toda cifra expresada en pesos en cualquiera de los tributos nacionales. La limitación del 8% se debió a la creencia ilusa de que sería fácil regresar a las tasas promedio de inflación históricas gracias al plan de estabilización en curso y que en esas condiciones, esta sería una señal apropiada para las expectativas de formación de precios. Además, estaba de por medio la influencia de la literatura técnica internacional que, aún por entonces, ponía más énfasis en las bondades estabilizadoras de un impuesto de renta con tarifas basadas en los ingresos nominales, que en los beneficios en términos de equidad y eficiencia económica de un ajuste total por inflación¹. Debe recordarse que la Misión Musgrave había desaconsejado en 1970 la introducción de cualquier ajuste por inflación, precisamente por esta razón.

Esa limitación resultó muy infortunada y ante la nueva aceleración del proceso inflacionario a partir de 1976, tuvo mucho que ver con las contra-reformas parciales de 1977 y 1979. En estas oportunidades, se debilitaron algunos aspectos claves del nuevo sistema tributario pero también, por fortuna, se realizó una indexación completa en los aspectos ya mencionados².

Adicionalmente, en la reforma de 1974 y en reglamentaciones posteriores se autorizó la utilización del sistema acelerado de depreciación con plazos muy inferiores a la vida útil de los activos, como una compensación a la falta de indexación en el valor de los activos.

Estos primeros pasos sin embargo, no afrontaron uno de los problemas más graves de la falta de ajuste por inflación en el sistema tributario, a saber, el gravamen pleno a los rendimientos financieros nominales y la deducción completa de los gastos financieros nominales. A principios de 1983, el Gobierno, mediante el uso de poderes constitucionales de excepción y por recomendación de la Comisión Asesora Fiscal creada en octubre del año anterior, expidió normas al respecto, muy similares a las que habrían de introducirse después en la reforma de 1986. No obstante, ante la reacción del sector empresarial por el incremento en las cargas tributarias que hubiese provocado esta medida en empresas afectadas por altos niveles de endeudamiento y la recesión económica de la época, el Gobierno hechó marcha atrás y estas normas no formaron parte del proyecto que fue presentado luego al Congreso, cuando la Corte decretó inexecutable el uso de las facultades de emergencia económica para expedir reformas tributarias.

Sin embargo, algo quedó de ese primer intento: la desgravación parcial del componente nominal de los rendimientos financieros recibidos por personas naturales de instituciones vigiladas por la Superintendencia Bancaria, con el objeto de facilitar la repatriación de capitales y el ejercicio pleno de las facultades de amnistía patrimonial y cambiaría que se expidió por esa época³. Este antecedente provocó, además, una amplia discusión pública sobre el tema, que facilitó luego la adopción de las normas respectivas en 1986. Pero fue, ante todo, la rebaja en tarifas a las sociedades, la eliminación de la doble tributación a los dividendos y el fin de la recesión económica, lo que permitió en 1986, desde un punto de vista político, la aprobación de los correctivos por inflación en los gastos financieros.

LA TRIBUTACIÓN DE LOS INGRESOS DE CAPITAL ANTES Y DESPUÉS DE LA REFORMA DE 1986

a. Los cálculos del Artículo sobre las Tasas Marginales Efectivas de Tributación (TME) sobre la inversión en diferentes tipos de activos, finan-

CUADRO 1
TASAS MARGINALES EFECTIVAS COMBINADAS
SOCIEDAD-SOCIO
(Sociedades Anónimas)

	1985		1995	
	Tasa Inflación		(Aplicación plena de la reforma de 1986)	
	10%	25%	10%	25%
1. Activos financiados con:				
Crédito	-20.2	-76.7	14.4	19.3
Emisión de acciones	63.1	66.7	31.3	35.3
Utilidades no distribuidas	44.7	50.0	34.1	37.9
2. Activos financiados con crédito:				
a) Equipo	-31.1	-79.2	5.5	16.2
b) Edificaciones	-16.9	-73.1	16.7	21.9
c) Propiedad raíz	-14.2	-77.7	19.5	19.5
3. Activos Financiados con crédito:				
a) Sector transporte	-28.9	-78.9	7.3	16.7
b) Sector manufacturero	-19.2	-77.3	15.2	19.0
c) Sector agropecuario	-15.0	-76.8	18.7	19.9

ciados con diferentes recursos, ilustran bien la magnitud de las distorsiones existentes antes de la reforma de 1986 y la medida en que ésta corrigió los sesgos más protuberantes (Véase Cuadro 1). En primer lugar, la TME promedio antes de 1986 era muy negativa y variaba considerablemente con el nivel de tasa de inflación, cuando se trataba de activos financiados con crédito (-20.2 para una tasa de inflación del 10% y -76.6 para una tasa del 25%). En contraste, la TME promedio para activos financiados con emisión de acciones se situaba entre 63 y 66%, respectivamente, y entre 44.7 y 50% cuando se financiaban con utilidades retenidas. Estas cifras demuestran el enorme estímulo que otorgaba el sistema tributario al financiamiento crediticio de las inversiones, especialmente cuando se elevaba la tasa de inflación. La aplicación plena de las normas introducidas en 1986 (hacia 1995) reduciría considerablemente la dispersión entre tipos de financiamiento y las variaciones con el nivel de la tasa de inflación, como se observa en el Cuadro. Sin embargo, no conducirían aún a una situación de equilibrio. (Cuadro 1)

La reducción obtenida en las TME para activos financiados con emisión

de acciones o utilidades retenidas a tasas entre el 31% y el 38%, obedece, ante todo, a la reducción de la tasa de tributación de las sociedades anónimas del 40 al 30% y al desgravamen total a los dividendos recibidos por los accionistas. La eliminación del subsidio al financiamiento crediticio y la reducción de la variación de las TME con la tasa de inflación, se debe ante todo a los ajustes por inflación en las deducciones de gastos financieros introducidos por la reforma.

Adicionalmente, las TME, tanto antes como después de la reforma, son sistemáticamente más bajas para el caso de inversiones en equipos que para inversiones en propiedades o edificaciones, a tasas de inflación inferiores al 25% y superiores para tasas de inflación en exceso del 25%, como consecuencia del efecto conjunto de la depreciación acelerada y la ausencia de ajustes por inflación en el valor de los activos. En otras palabras, la depreciación acelerada equilibra la tasa de tributación entre activos aproximadamente a una tasa de inflación del 25%. Lo mismo sucede con las TME para inversión en diferentes sectores, en relación con la composición de su inversión promedio en diferentes tipos de activos: a tasas bajas de inflación, las TME son más bajas para la inversión en el sector transporte (intensiva en equipos) y más altas para los sectores agrícola y comercial (intensiva en tierra y construcciones).

Resultados similares para el cálculo del valor presente de las deducciones por depreciación, amortizaciones y gastos financieros para activos financiados con diferentes fuentes de recursos, a distintas tasas de inflación se reportan en el libro sobre reformas tributarias en Colombia del autor⁴.

CONSECUENCIAS DE LAS TASAS DE TRIBUTACIÓN A LOS INGRESOS DE CAPITAL ANTES DE LA REFORMA DE 1986

La estructura señalada de tasas marginales de tributación, antes de 1986, ocasionaba los siguientes problemas:

a. Una preferencia excesiva por el endeudamiento frente a la emisión de acciones o la retención de utilidades en el financiamiento de la inversión, especialmente a tasas altas de inflación. La evidencia histórica demuestra, en efecto, un incremento notable en las tasas de endeudamiento de las empresas, especialmente a partir de 1970 cuando se aceleraron las tasas de inflación. Sin embargo, se debe reconocer la existencia de otros fenómenos, como los asociados con las tasas subsidiadas en el crédito a largo plazo a través de los Fondos de Fomento y el control de las sociedades anónimas por unos pocos accionistas, que en alguna medida contribuyen a explicar estas tendencias. El control estimula la adquisición

de acciones por parte de accionistas minoritarios y no estimula la capitalización de los mayoritarios, especialmente a tasas altas de inflación, por cuanto éstos prefieren mantener la liquidez de sus activos para aprovechar las rápidas variaciones en rendimientos de distintos activos financieros, que caracterizaron el funcionamiento del mercado de capitales colombiano durante las últimas dos décadas. No sobra advertir, en todo caso, que el fenómeno de concentración pudo a su vez estar estimulado por la incidencia del sistema tributario.

b. La variabilidad en las tasas de tributación con el nivel de tasas de inflación conduce, además, a reducir el plazo promedio del endeudamiento en razón de la incertidumbre sobre el nivel de las tasas de inflación futuras. También hay evidencia de este fenómeno en Colombia, si bien ese hecho también se explica en parte por la variación de las tasas de interés real en un ambiente de tasas de inflación variable y los cambios de actitud de los prestamistas que este fenómeno induce.

c. Las excesivas tasas de endeudamiento y sus plazos cortos de maduración conducen a una alta vulnerabilidad de la estructura financiera de las empresas ante perturbaciones en el mercado financiero (restricciones de liquidez o aumentos en la tasa de interés) y de bienes (una recesión sectorial o generalizada), contribuyendo a la generalización de situaciones de mora, concordato y quiebra en estas situaciones, con su consiguiente impacto sobre las instituciones financieras y la economía en su conjunto. Así, los eventos sucedidos durante la presente década guardan relación con la deficiente estructura de financiamiento de las empresas y del sistema tributario, en la medida en que éste incidió en aquella.

d. Las TME muy negativas para inversiones financiadas con crédito, especialmente a tasas de inflación altas, contribuyen al proceso de endeudamiento externo del país en la última década y a limitaciones en el manejo monetario, por las consecuencias que traen las restricciones de liquidez sobre la situación financiera de las empresas. Adicionalmente, conducen a llevar a cabo inversiones no rentables, con rendimientos inferiores a los costos de los recursos financieros para la economía y, en consecuencia, a reducir la tasa de crecimiento económico.

e. La incertidumbre sobre las TME efectivas, ocasionada por las variaciones en las tasas de inflación, disminuye la disposición a tomar riesgos, compensando en alguna parte el efecto que tienen las TME promedio negativas, especialmente en las inversiones de rendimiento a largo plazo; vale decir, este hecho afecta igualmente la composición de las inversiones según el plazo de su maduración.

f. Estos fenómenos se acentúan por el efecto simétrico que producían las normas sobre las tasas efectivas de tributación de los ahorradores.

LAS MODIFICACIONES PROPUESTAS AL RÉGIMEN ACTUAL

A continuación se resumen y comentan brevemente las recomendaciones principales contenidas en el libro de McLure y Asociados sobre **Tributación del ingreso de los negocios y el capital en Colombia**⁵, con respecto a estos temas:

a. Los autores sugieren perfeccionar el sistema de ajustes por inflación (ad-hoc) sobre flujos de ingresos y egresos iniciado en 1974 y ampliado en 1986, en lugar de adoptar un sistema integral de ajustes por inflación en todos los rubros del balance como el que opera actualmente en Chile. Su recomendación al respecto se fundamenta en la falta de experiencia suficiente en Colombia, tanto por parte de los contribuyentes como de la administración tributaria, en el manejo de sistemas indexados con la inflación.

Sin embargo, advierten el riesgo de que en algunos países, como en los Estados Unidos, un sistema de indexación ad-hoc puede conducir a que no se reconozcan créditos tributarios por los impuestos pagados en Colombia, lo que desestimularía la inversión extranjera en el país. Esta observación resalta la importancia de que la Administración de Impuestos Nacionales tenga contacto directo con la administración tributaria de otros países que hacen negocios con Colombia, con el objeto de evitar problemas y explicar claramente, cuando sea necesario, el sentido y alcances de las normas colombianas.

La adopción de un sistema integrado como el chileno en los balances de los sistemas no es en realidad complejo. Sin embargo, presentaría dos dificultades grandes. La primera, de carácter político, consiste en lograr que los contribuyentes acepten tributar sobre incrementos estimados y no realizados en el valor de sus activos, ya que el sistema en esencia consiste en ajustar por inflación en los balances los activos y el patrimonio y llevar al PEG como ingreso la valoración del activo y como egreso la del patrimonio. Además, se regresaría al sistema anterior de gravamen pleno de los ingresos financieros y la deducción plena de los gastos financieros, con todos los inconvenientes que traería esta aparente marcha atrás. La segunda, de carácter práctico, consiste en la dificultad de aplicar el sistema a las personas naturales. Sería necesario o bien utilizar para este fin la declaración patrimonial como el balance de estos contribuyentes o bien utilizar para ellos un sistema ad-hoc de ajustes sobre flujos. El primer caso representa una aproximación imperfecta y el segundo induciría todo tipo de arbitrajes tributarios (v.gr. pagos falsos de intereses de las empresas —totalmente deducibles a los individuos parcialmente gravados—).

b. Recomiendan ajustar el valor de los activos fijos depreciables y

amortizables con un único índice de inflación (presumiblemente el índice ponderado de costo de la vida de obreros y empleados) y, simultáneamente, establecer de nuevo períodos de depreciación y amortización correspondientes a la vida económica útil de los activos en cuestión. Esta modificación eliminaría la variabilidad que aún conserva la tasa de tributación efectiva sobre el rendimiento de estos activos ante diferentes tasas de inflación. Se argumenta válidamente a favor del uso de un índice único, en lugar de índices específicos vinculados con el costo de reposición de los activos, por cuanto de lo que se trata es de aproximarse a una medición del ingreso real como base de la tributación, así como por razones de índole administrativa. Sugieren que esta práctica debería ser variada en el caso de activos importados únicamente ante la ocurrencia de devaluaciones masivas del peso; esta sugerencia conduciría a eliminar en condiciones normales los ajustes por tipo de cambio que hoy contempla la legislación tributaria colombiana.

c. La aplicación del nuevo sistema cubriría exclusivamente a los activos adquiridos después de la expedición de las nuevas normas, como quiera que de lo contrario ocurriría una considerable pérdida de ingresos tributarios y una ganancia extraordinaria injustificada para las empresas sin incidencia alguna en las decisiones futuras de inversión. Esta sugerencia tiene especial importancia en el caso de sectores muy intensivos en capital, como es el caso de la industria minera y del petróleo.

d. En el caso de la propiedad raíz, se considera que el uso de índices específicos de indexación es más viable administrativamente y más correcto desde el punto de vista de valoración patrimonial, pero no desde el punto de vista de la medición real del ingreso asociado con estos bienes. Por lo tanto, la sugerencia implícita es la de aplicar también en este caso un índice único de indexación con la inflación.

e. En el caso de los inventarios, se demuestra que el sistema correcto sería el de utilizar el sistema FIFO con indexación del costo de los bienes, por lo cual se recomienda permitir esta opción. Sin embargo, se sugiere también mantener la opción de usar el sistema LIFO, siempre y cuando se indexe el valor del inventario inicial, ya que en estas condiciones provee una aproximación razonable tanto para propósitos de la medición del ingreso como del patrimonio real.

f. En materia de flujos financieros, se consideran apropiadas las disposiciones de la reforma de 1986, excepto en cuanto excluyen del sistema a las instituciones financieras, con lo cual se da una ventaja excesiva a la adquisición de activos a través de este tipo de instituciones y en particular a los sistemas de leasing.

g. Así mismo, se sugiere modificar las normas de transición, con el

objeto de que las nuevas disposiciones no se apliquen en su totalidad a la deuda existente al momento de expedición de la reforma, por cuanto este hecho generó una pérdida extraordinaria para las empresas endeudadas y no tiene incidencia sobre las nuevas decisiones de endeudamiento. Sobre el particular, se recomienda la utilización de fórmulas aproximadas, vinculadas con el nivel de gastos financieros en el "año base" de 1986, ante la enorme dificultad administrativa que conllevaría un procedimiento más preciso. Este es, sin duda, uno de los aspectos más complejos de las modificaciones sugeridas.

h. En todos los casos, se recomienda utilizar el índice de inflación del año gravable respectivo y no del año anterior, como ocurre con las normas vigentes.

i. El informe recomienda, adicionalmente, que no se introduzcan ajustes por inflación en la contabilidad tributaria de las deudas malas y las ventas por instalamentos, ya que las dificultades administrativas que esto acarrearía, no se compensan con las ventajas que se obtendrían por una mejor medición del ingreso real.

j. El estudio no recomienda extender el sistema de ajustes por inflación a la contabilidad corriente de las empresas. En este punto discrepo de los autores. Las ventajas de tener un sistema único de contabilidad, tanto para las empresas como para el Estado, más que compensan cualquier otro problema que se derive de esta decisión. Los autores sugieren que algunas normas tributarias pueden llegar a ser en algún momento arbitrarias y distorsionarían inconvenientemente los estados financieros comerciales de las empresas. La solución a este problema estriba precisamente en evitar arbitrariedades mayores en las normas fiscales. Más aún, las decisiones empresariales y el funcionamiento de las bolsas de valores y el mercado de capitales ganarían mucho con la adopción de ajustes por inflación. Considérese, por ejemplo, el hecho de que ya no sería posible —como lo es ahora— distribuir dividendos sobre utilidades que no son reales.

k. Así mismo, el informe sugiere que la indexación en el valor de los activos se utilice plenamente para propósitos del impuesto al patrimonio y para la determinación de la renta presuntiva mínima sobre el patrimonio. Con respecto a este tema, recomienda eliminar las concesiones injustificadas introducidas por la reforma de 1986, así como eliminar las excepciones que normas anteriores han introducido a la aplicación de la renta presuntiva mínima sobre el patrimonio para ciertos activos. Simultáneamente, propone eliminar el sistema de renta presuntiva mínima sobre ingresos brutos, por cuanto este sistema carece de justificación económica y conduce a inequidades, en contraste con lo que sucede con el sistema

de presunción basado en el patrimonio. Además sugiere que la renta presuntiva mínima se compare tan sólo con las rentas de capital y mixtas y no con las puras de trabajo. Todo lo anterior debería acompañarse por una reducción en las tasas del impuesto patrimonial y en la tasa de la presuntiva. El Gobierno posee autorizaciones para este tipo de reformas, que mejorarían considerablemente la equidad del sistema tributario y el control a la evasión.

Presento esta síntesis de recomendaciones del informe, por cuanto considero que su adopción tal y como lo demuestran los autores, mejoraría considerablemente la equidad del sistema tributario colombiano y su incidencia sobre el proceso de inversión y financiamiento de las empresas. Conviene advertir, sin embargo, la enorme complejidad de las normas de transición requeridas. Sobre este punto específico, las recomendaciones de los autores merecen una mayor reflexión. Debo igualmente repetir que discrepo de ellos en la apreciación de que no es conveniente extender el sistema de ajustes por inflación a la contabilidad corriente de las empresas.

LA PROPUESTA DEL "IMPUESTO SIMPLIFICADO ALTERNATIVO"

Esta propuesta alternativa tendría, ciertamente, la virtud de la simplicidad y podría contribuir a un mayor estímulo a la inversión privada, y en particular a la inversión extranjera en Colombia, al eliminar totalmente el gravamen a los ingresos de capital. Sin embargo, el costo en términos de equidad y de recaudo, o las implicaciones de los correctivos que sería necesario aplicar para reducir estos problemas (tasas marginales más altas, tasas más altas y controles más estrictos al gravamen del patrimonio, las herencias y las donaciones, recomendadas en el informe) harían, a mi juicio, altamente cuestionable la adopción de un sistema de este tipo en lugar del Impuesto de Renta. En cualquier caso, como lo sugieren los autores, sería necesario contar con estimativos detallados de las consecuencias sobre recaudo y la distribución de las cargas tributarias que ocasionaría un cambio tan radical, antes de pensar en su eventual adopción. Debo señalar que la discusión a este respecto contenida en el informe es mucho menos convincente que la de los demás tópicos que cubre, lo que probablemente refleja el hecho de que se trata de una alternativa de reciente desarrollo intelectual, que no ha sido experimentada aún en ninguna parte y que carece todavía de una discusión suficientemente amplia de sus virtudes y defectos en la literatura internacional. De todas maneras, las autorizaciones otorgadas por el Congreso al Ejecutivo no permitirían adoptar esta propuesta alternativa por ahora. Quizás sea mejor así, ya que ello da más tiempo para examinarla con el detenimiento que amerita.

NOTAS:

1. Véase, Perry, G. y Cárdenas, M. "Diez Años de Reformas Tributarias en Colombia", Bogotá, Universidad Nacional de Colombia, CID - FEDESARROLLO, 1986.
2. *Ibidem*.
3. Ocampo, José Antonio y Perry, Guillermo. "La Reforma Fiscal, 1982-1983", Coyuntura Económica, marzo, 1983, FEDESARROLLO, Bogotá.
4. Perry, Cárdenas, *op. cit.*
5. The Taxation of Income from Business and Capital in Colombia, Bogotá, 1988.

LOS FONDOS ESPECIALES PARA CANALIZAR INVERSIÓN EXTRANJERA A PAÍSES EN DESARROLLO: EXPERIENCIA DE OTROS PAÍSES

Lewis M. Weston

EL MERCADO DE CAPITALES

El problema cuando se habla de fondos de países es si los mercados de capitales en el mundo pueden suministrar las crecientes cantidades de estos que requieren los países en desarrollo. La necesidad de capital se ha calculado aproximadamente en 600 mil millones de dólares al año, cifra que parece bastante alta, pero que creo posible conseguir dentro del sector privado si se dan las condiciones necesarias.

Los bancos comerciales como fuente crediticia, prácticamente han desaparecido después de su experiencia con la reprogramación. Ellos se han retirado a recuperarse de sus heridas y decidir dónde colocarán su dinero. En los Estados Unidos, algunas veces los banqueros de inversión nos referimos a la banca comercial como las personas que le prestan a uno dinero cuando realmente no lo necesita. Todo parece indicar que los bancos comerciales van a concentrar sus actividades futuras en préstamos gubernamentales, o sea, que su actividad va a ser indirecta. Yo creo que la inversión directa de capital que es lo que nos interesa ahora, va a provenir de otras fuentes. Como un observador objetivo, considero que el cambio de actitud de los inversionistas ha sido hasta cierto punto apoyado por el realismo que han adoptado los países que requieren capital, adaptándose a las nuevas condiciones del mercado. Este fenómeno ha coincidido con otro que me parece el más interesante que he conocido a través de mi

experiencia profesional; me estoy refiriendo a la globalización de los mercados en el mundo.

Hemos hablado de ello durante mucho tiempo en los Estados Unidos. En este momento en Goldman, Sachs & Co. tenemos socios en otras partes del mundo para realizar negocios las veinticuatro horas. El mercado se mueve de Nueva York a Londres, a Zurich, Singapur o Tokio. El hecho de que estos mercados se hayan diseminado, se hayan difundido tanto, ha fomentado la comprensión de la comunidad financiera sobre la necesidad de capital.

Los inversionistas también han entendido que los mercados de capital nacional entre compañías de países en desarrollo también juegan un papel muy importante. Quedé bastante sorprendido cuando descubrí algunos datos. Fíjense, por ejemplo, el gran número de compañías con capitalizaciones de más de 50 millones de dólares americanos en la mayoría de los mercados en desarrollo. En el caso de Colombia, posee tres de ese tamaño (Cuadro 1). Algunas veces, creo que lo mejor es tener una mínima interferencia gubernamental pero en este momento tengo que decirles que aquí es donde entra en juego mi personalidad dividida, mi esquizofrenia, porque creo que los mercados libres funcionan muy bien. Sin embargo, también creo que una inversión internacional que llegue a un mercado en un país en desarrollo requiere una reglamentación inteligente. He ahí mi esquizofrenia: por una parte no quiero que nadie me regule pero por otra quiero que exista reglamentación. Pienso que esto se puede ver claramente si miramos los mercados en desarrollo y tratamos de relacionar esto con las reglamentaciones que tienen. Si miramos el tamaño de los mercados en desarrollo y el crecimiento de ellos, observamos la relación directa que existe entre esto y alguna supervisión gubernamental. El tamaño de estos mercados es sorprendente, y su capitalización ha alcanzado más de 200 mil millones de dólares (Cuadro 2); hay por lo menos 8000 acciones registradas. Pienso que los inversionistas extranjeros están empezando a caer en cuenta que durante los últimos diez años, en términos generales, el desempeño de estos mercados ha sido excelente. Naturalmente ha habido desastres y hemos tenido una crisis en octubre pasado, pero el desempeño de algunos de los mercados en desarrollo se puede comparar con el mercado americano, y creo que este es uno de los principales factores que han llevado al interés y la creación de los fondos de países. (Cuadro 1) (Cuadro 2)

LOS FONDOS DE PAÍSES

El primer fondo que se creó fue el Fondo del Japón. La comunidad inversionista internacional y los fundadores se sorprendieron con el

CUADRO 1
CAPITALIZACION EN MERCADOS DE VALORES
(EN MILES DE MILLONES US \$)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987*
Mercados desarrollados								
Japón	370.2	417.0	417.4	545.8	644.4	910.0	1.841.8	2.978.2
U.S.	1,448.1	1,333.4	1,520.2	1,898.1	1,862.9	2,324.6	2,636.6	2,588.9
U.K.	205.2	180.6	196.2	225.8	242.7	328.0	439.5	664.0
Alemania	71.7	62.6	68.9	82.6	78.4	183.8	257.7	213.2
Canadá	118.3	105.5	103.5	140.6	134.7	147.0	166.3	201.3
Francia	54.6	38.1	28.0	38.1	41.1	79.0	149.5	172.0
Suiza	37.6	35.2	36.8	42.5	38.7	90.0	132.4	132.5
S. Africa	100.0	74.9	77.8	82.8	53.4	55.4	102.7	128.7
Italia	25.3	24.0	19.9	20.9	25.7	58.5	140.2	109.3
Países Bajos	29.3	23.0	25.7	33.7	31.1	59.4	83.7	86.2
Australia	59.7	54.4	41.5	59.6	49.9	59.9	94.0	82.9
España	16.6	16.7	11.1	10.9	13.2	19.0	48.9	71.6
Hong Kong	38.8	41.7	21.7	19.6	23.9	34.6	53.8	54.1
Suecia	12.9	17.2	18.6	30.2	25.7	37.3	63.4	48.7
Bélgica	10.0	8.4	8.5	10.8	12.2	20.9	37.3	42.0
Dinamarca	5.4	6.2	5.5	10.6	7.6	15.1	16.3	19.3
Singapur	24.4	34.8	31.2	15.5	12.2	11.1	16.6	17.9
Austria	2.0	1.6	1.5	1.5	1.5	4.6	6.7	7.0
Sub-total	2,630.1	2,475.3	2,634.0	3,269.6	3,299.4	4,438.1	6,287.4	7,617.8

CUADRO 1
CAPITALIZACION EN MERCADOS DE VALORES
(EN MILES DE MILLONES US \$)
(Continuación)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987*
Mercados Nuevos								
Taiwan, China	6.1	5.3	5.1	7.6	9.9	10.4	15.4	48.6
Corea	3.8	4.2	4.4	4.4	6.2	7.4	13.9	32.9
India	10.4	11.8*	11.5*	7.2	12.5	17.1	19.8	19.4
Malasia	12.4	15.3	13.9	22.8	19.4	16.2	15.1	18.5
Brasil	9.2	12.6	10.3	15.1	29.0	42.8	42.1	16.9
México	13.0	10.1	1.7	3.0	3.7	4.2	6.0	12.7
Portugal	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	1.5	8.9
Tailandia	1.2	1.0	1.3	1.5	1.7	1.9	2.9	5.5
Chile	9.4	7.0	4.4	2.6	2.1	2.0	4.1	5.3
Grecia	3.0	2.3	1.9	1.0	0.8	0.8	1.1	4.5
Venezuela	2.7	2.4	2.4	2.8	N.A.	1.1	1.5	4.0
Turquía	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	0.6	0.9	3.2
Filipinas	2.1	1.7	1.2	1.3	0.8	1.3	2.0	2.9
Jordania	1.6	2.5	2.8	2.7	2.2	2.6	2.8	2.6
Pakistán	0.6	0.9	0.9	1.1	1.2	1.4	1.7	2.0
Argentina	3.9	2.1	1.0	1.4	1.2	2.0	1.6	1.5
Colombia	1.6	1.4	1.3	0.9	0.8	0.6	0.7	1.2
Nigeria	3.1	3.0	1.5	3.0	3.2	2.7	1.1	1.0
Zimbabwe	1.5	0.6	0.4	0.3	0.2	0.4	0.4	0.7
Indonesia	0.1	0.1	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
Sub-total	86.4	85.0	67.5	80.1	96.1	115.8	134.7	192.4
TOTAL	2,716.4	2,560.3	2,701.5	3,349.7	3,395.5	4,553.9	6,422.1	7,810.2

* Estimado.

Fuente: IFC Emerging Markets Data Base, Morgan Stanley-Capital International. various stock exchanges.

CUADRO 2
CIFRAS COMPARATIVAS

	CIFRAS A JUNIO 30 / 88			RELATIVA MS-C1 MUNDO		
	Precio Ganancias	Precio Vr en libros	Dividendos	Precio Ganancias	Precio Vr en libros	Dividendos
MERCADOS DESARROLLADOS						
Germania	13.5	1.7	4.1	0.7	0.7	1.6
Francia	10.9	1.7	3.4	0.6	0.7	1.4
Japón	57.5	4.8	0.5	3.0	2.1	0.2
Reino Unido	12.0	1.8	4.7	0.6	0.8	1.9
EE. UU.	13.7	1.8	3.7	0.7	0.8	1.5
Mundo	19.1	2.3	2.5	1.0	1.0	1.0
LATINOAMERICA						
Argentina	8.5*	0.7*	4.0	0.4	0.3	1.6
Brasil	13.0*	1.8*	3.0	0.7	0.8	1.2
Chile	5.6	1.0	8.5	0.3	0.4	3.4
Colombia	7.4	1.4	5.5	0.4	0.6	2.2
México	6.6	1.0	2.4	0.3	0.4	1.0
Venezuela	13.4	2.3	1.1	0.7	1.0	0.4
ASIA DEL ESTE						
Corea	40.2	2.7	1.1	2.1	1.2	0.5
Filipinas	9.4*	2.5*	2.3*	0.5	1.1	0.9
Taiwan	51.9	4.5	0.8	2.7	1.9	0.3
ASIA DEL SUR						
India	35.2	2.7	2.7	1.8	1.2	1.1
Malasia	29.9	2.7	1.9	1.6	1.2	0.8
Pakistán	9.0*	2.2*	3.0*	0.5	1.0	1.2
Tailandia	14.9	4.2	3.1	0.8	1.8	1.3
EUROPA "MEDIO ORIENTE"						
AFRICA						
Grecia	10.9	1.9	4.7	0.6	0.8	1.9
Jordania	13.6	1.2	2.5	0.7	0.5	1.0
Nigeria	5.7	3.1	6.1	0.3	1.3	2.4
Portugal	25.3	4.3	0.7	1.3	1.9	0.3
Zimbabwe	4.3	5.0	8.1	0.2	2.2	3.2

* Estimado.

Fuente: Morgan Stanley - Capital International.

tamaño y el entusiasmo de la reacción. Posteriormente se estableció el Fondo de Corea, que también sorprendió a algunos de sus patrocinadores. El estimativo a nivel del público en general es que probablemente se han conseguido US\$1.853.51 millones en más de 40 fondos de países (Cuadro 3). Ahora veamos algunos aspectos particulares de estos fondos. (Cuadro 3)

En primer lugar estos fondos son de dos tipos diferentes. Algunos, la mayoría, son específicos por países, pero también existen por áreas. En este momento, estoy trabajando en un proyecto de financiación internacional que es un fondo para un área, en el sureste asiático. Los fondos de área también son importantes, pues existe un atractivo de inversión externa. En Malasia, que se considera un mercado pequeño, se ha colocado con mucho éxito un fondo de \$84 millones de dólares. En Tailandia, de \$30 millones pasó a \$100 millones. Estos casos nos llevan a concluir que existe interés en la comunidad de inversionistas a nivel mundial, pero quiero señalarles algunas particularidades de ciertos fondos. Si analizamos el comportamiento del Fondo de Corea, observaremos el crecimiento de activo pendiente, y ello es debido a que el mercado coreano básicamente está cerrado a los inversionistas extranjeros. Todos estamos conscientes de la situación económica de Corea, por lo tanto esta era la única posibilidad del Fondo, que alcanza a \$100 millones. Más tarde se abrió una posibilidad de participación para un inversionista extranjero y nosotros logramos una oferta de bonos convertibles en ese mercado para uno de los principales grupos industriales en Corea. El desempeño de estos fondos ha sido bueno en términos generales a pesar de la situación política de algunos países.

Por otra parte, ustedes sabrán que prácticamente todo el mundo comercia a descuento en términos de valor neto de los activos, pero recordemos que la mayoría de estos fondos han sido establecidos como fondos cerrados. Ha habido cierto atractivo en ellos debido a la presencia de inversionistas locales y esto es algo que le gusta a todo inversionista y debo decirles que no hay que subestimarlos. Si miramos el porcentaje de la población total que invierte en acciones en el mundo en desarrollo, se podrá observar el tamaño del mercado potencial. Fíjense que en estos países las compañías más grandes apenas tienen el 20% de sus acciones entre el público, lo cual sugiere un enorme potencial (Cuadro 4).

LAS CONDICIONES

Ahora miremos las condiciones mínimas necesarias para que un fondo sea atractivo para un inversionista extranjero. Ellos buscan tres cosas básicamente: retornos atractivos, buen valor y diversificación. Estas son las

CUADRO 3
ENTRANDO Y SALIENDO DE LOS MERCADOS EMERGENTES
Restricciones a la Inversión

ENTRADA LIBRE	REPATRIACION	
	DE INGRESOS	DE CAPITAL
Malasia	Libre	Libre
Portugal	Algunas Restricciones	Libre
Kenya	Restringido	Algunas Restricciones
Filipinas	Algunas Restricciones	Luego de 3 meses
Jordania	Libre	Libre
ENTRADA RELATIVAMENTE LIBRE	REPATRIACION	
	DE INGRESOS	DE CAPITAL
Tailandia	Algunas Restricciones	Algunas Restricciones
Chile	Algunas Restricciones	Luego de 5 años
Argentina	Restringido	Luego de 3 años
Colombia	Algunas Restricciones	Libre
Méjico	Algunas Restricciones	Algunas Restricciones
RESTRINGIDOS A FONDOS MUTUOS ESPECIALES	REPATRIACION	
	DE INGRESOS	DE CAPITAL
Brasil	Libre	Luego de 3 años
Corea	Libre	A la Liquidación del Fondo
Taiwan	Anualmente	Libre
India	Libre	Libre

CUADRO 3
ENTRANDO Y SALIENDO DE LOS MERCADOS EMERGENTES
Restricciones a la Inversión
(Continuación)

RESTRINGIDOS POR NACIONALIDAD DEL INVERSIONISTA		REPATRIACION	
	DE INGRESOS		DE CAPITAL
India —solamente Indios no-residentes	Libre		Libre
Pakistán —solamente Pakistaníes no-residentes	Luego de 1 año		Luego de 1 año
Grecia	Libre a la CEE		Libre a la CEE
RESTRINGIDOS POR ACCIONES		REPATRIACION	
	DE INGRESOS		DE CAPITAL
Zimbabwe solamente títulos no negociados externamente	Restringido		Luego de 3 años, con otras restricciones
Venezuela solamente acciones poseídas por no-residentes, o provenientes de nuevas suscripciones.	Restringido		Restringido
CERRADOS O SEVERAMENTE RESTRINGIDOS		REPATRIACION	
	DE INGRESOS		DE CAPITAL
Nigeria	Acceso no contemplado en legislación vigente		
Indonesia	Acceso no contemplado en legislación vigente		
Turquía	Aprobado por autorización SPO		

Ingresos: Dividendos, intereses, y ganancias de capital.

Algunas Restricciones: Generalmente requiere registro o permiso del Banco Central, Ministerio de Finanzas u Oficina de Control de Cambios.

Libre: Repatriación hecha rutinariamente.

Fuente: I.F.C.

CUADRO 4

ACCIONES MAS TRANSADAS EN MERCADOS EMERGENTES*

País	Número de Compañías
Malasia	27
México	25
Taiwan, China	24
India	21
Corea	19
Brasil	18
Venezuela	10
Tailandia	8
Filipinas	7
Argentina	6
Chile	6
Grecia	6
Portugal	5
Nigeria	4
Pakistán	4
Jordania	4
Colombia	3
Zimbabwe	2
Total de Acciones	200

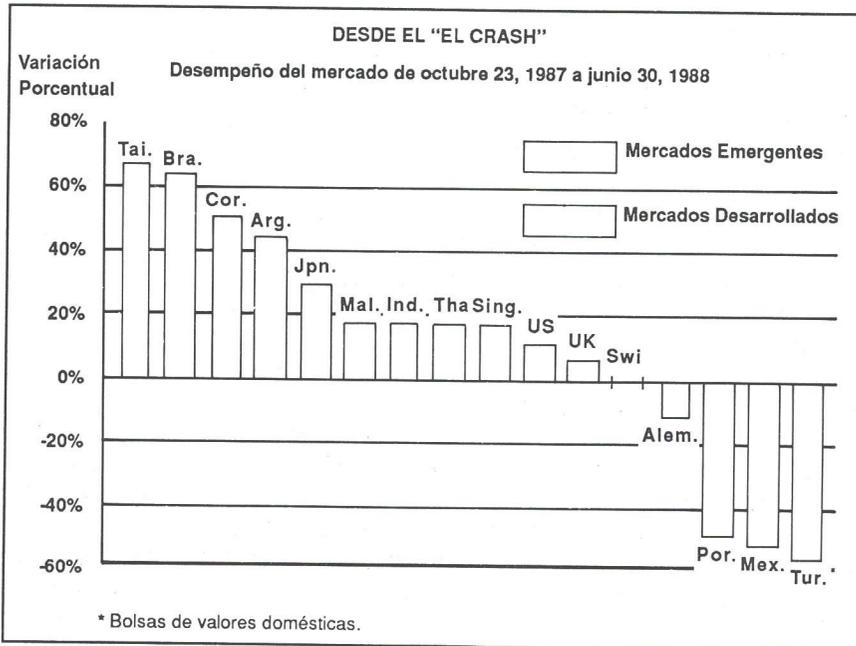
* Compañías con capitalización superior a US\$ millones a fin de 1987.

tres cosas que quieren. En términos de retornos atractivos, miremos el desempeño de algunos de los mercados bursátiles y comparémoslos con los de los países en desarrollo. Desde el crash de octubre del 87 ha habido una razón política o alguna otra razón que ha contribuido a la ampliación de mercados como los de Taiwan, Brasil, Corea o Argentina (Cuadro 5). Todos están funcionando como mercados desarrollados. Este tipo de información es lo que realmente intriga a un inversionista. Información que no se conoce ampliamente, que no está muy bien difundida, pero que de todas maneras atrae al inversionista. En este momento los inversionistas se preguntarán por otra condición: el valor. Si miramos las relaciones de precio / retorno, y relación de utilidad de las inversiones en los países latinoamericanos desde junio, y las comparamos con los países del sureste asiático y con los mercados desarrollados, podremos observar que los mercados en desarrollo todavía están comerciando a una fracción de la relación precio / utilidad en comparación con los países más desarrollados donde los rendimientos son realmente menores (Cuadro 6). En otras palabras esta es la única oportunidad de inversión atractiva para un inversionista con conocimiento, si él tiene inquietudes. Sin embargo el valor, que es lo que busca el inversionista, en segundo lugar, está allí a pesar de su bajo nivel, el cual seguramente se debe a una falta de información. (Cuadro 5 y 6)

CUADRO 5
DEMOCRACIA DE LOS ACCIONISTAS
(1986)

País	Accionistas (miles)	Como porcentaje de la población total
Chile	500	4.2
Jordania	100	2.9
Brasil	3.300	2.4
Corea	755	1.8
India	8.000	1.1
Portugal	70	0.7
Venezuela	75	0.4
México	200	0.3
Nigeria	200	0.2
Argentina	50	0.2
U.S.	47.000	19.6
Japón	22.000	18.3
U.K.	8.500	15.2
Canadá	3.200	12.8
Francia	5.500	10.0
Australia	650	4.1

Fuente: IFC.



Aquellos inversionistas extranjeros que están alerta, que leen y que piensan, desean además diversificar sus inversiones. Sabemos que todos los inversionistas profesionales tratan de diversificarse y protegerse de diferentes formas. Invierten en la industria del acero y en la industria del cine para poder compensar la una con la otra, o invierten en la industria de extracción y en otra de transporte, por la misma razón. Es decir, que ahora el inversionista tiene alternativas que le permiten proteger su portafolio. Pero también tiene que ver con la internacionalización creciente de los mercados. Ahora tienen la capacidad como inversionistas institucionales de balancear o equilibrar en sus riesgos por país. Ellos pueden llegar a los países atractivos en donde el retorno es más alto y moverse dentro de estos mercados sin tener que estar en Londres o Nueva York. Estos fondos le dan la posibilidad de invertir contratando una persona que maneje el dinero a nivel local, porque los inversionistas profesionales saben que los mercados mundiales no se mueven simultáneamente. El inversionista con conocimientos juega con esa variación en los mercados, siempre y cuando tenga un flujo de datos ciertos y directos sobre ellos. En el caso nuestro, los americanos somos bastante sofisticados y paralelamente muy provincianos y los idiomas no son nuestro punto fuerte. Nosotros necesitamos la información en inglés, independientemente de como esté. Un americano no acepta una información si no está en inglés. Nosotros queremos ver informes de acciones de las compañías más con base en un informe anual; lo que queremos es tener algunos estándares de contabilidad y algunos requisitos de información abierta (Cuadro 7). Finalmente, lo que busca el inversionista es la facilidad de entrar y de salir de los mercados (Cuadro 8). Siempre que uno hace una inversión, lo que primero analiza, es la inversión en sí misma y luego mira cómo se sale de esa inversión, y donde se ubica nuevamente, y si lo hace o no, qué se puede esperar. (Cuadros 7 y 8)

Por otra parte, volviendo a la reglamentación, las normas legales tienen que ser de alta calidad. Creo que una de las cosas o de las instituciones menos comprendidas en los Estados Unidos y esto lo doy como un ejemplo, es la Superintendencia de Valores y de Cambio.

Lo que no se entiende es el hecho de que estas compañías no hayan mantenido su deber de dar al mercado la mayor información posible, es decir, un flujo regular de información. De hecho en los Estados Unidos algunas veces este flujo es francamente abrumador, pero si miramos las perspectivas para una oferta americana de una compañía grande veremos cosas que se exijan levemente en los últimos cuatro o cinco años. El desglose de las ventas por líneas de productos y rentabilidad por línea de producto, antes no se conocían, digamos unos quince años atrás. La indus-

CUADRO 7
CALIDAD DEL MERCADO:
ACCESO A INFORMACION DEL MERCADO Y PROTECCION DEL INVERSIONISTA

País	Índice de Precios	Boletín de bolsa de valores	Publicación periódica de utilidad / capital	Comentarios de mercado de valores en Inglés	Reportes de empresas en bolsa	Requisitos de información y estándares contables	Protección a los Inversionistas
Argentina	X	Q A	P	-	-	A	A S
Brasil	X	MA	P	AR	AR	G	GS
Chile	X	Q A	P	AR	AR	G	GS
Colombia	X	MA	P	AR	LR AR	A	AS
India	X	A	P	- LR	LR	G	GS
Indonesia	X	A	-	LR AR	-	A	PS
Costa de Marfil	-	A	-	-	AR	P	P -
Jordania	X	A	P	AR	AR*	P	AS
Kenia	X	A	-	LR	AR	P	P -
Corea	X	H A	C	IR	IR	G	GS
Malasia	X	MA	C	IR	AR	G	G -
México	X	MA	C	IR AR	AR	G	GS
Marruecos	X	A	-	-	AR	P	P -
Nigeria	X	A	-	AR	AR	A	AS
Pakistán	X	A	P	AR	AR	A	AS
Filipinas	X	MA	P	LR	LR AR	G	AS
Taiwan	X	MA	P	LR AR	LR IR	P	PS
Tailandia	X	MA	C	LR AR	LR AR	A	AS
Turquía	X	M	-	-	-	P	PS
Venezuela	X	H Q A	P	AR	LR	A	AS
Zimbabwe	X	A	P	LR	LR	A	AS

Columna: (1) A = Anual, Q = Trimestral y M = Mensual.

(2) C = Completa y publicada internacionalmente P = Publicada.

(3) & (4) LR = Preparada por corredores locales o internacionales.

IR = Preparada por corredores internacionales.

(AR) = Reporte anual de bolsa de valores.

- = en lengua vocal.

(5) & (6) G = Bueno; A = Adecuado; P = Pobre.

S = Comisión de Valores o agencia gubernamental similar vigilando la operación del mercado.

CUADRO 8
RETENCION A EXTRANJEROS
(PARA INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES DE EE.UU.)
(Tasas vigentes al fin de 1987)

País	Intereses	Dividendos	Ganancias de capital de largo plazo en acciones inscritas
América Latina			
Argentina	11.25%	17.5%	45%
Brasil	25%	15%	No
Chile	40%	40%	40%
Colombia	40%	20%	15%
México	21%	55%	No
Venezuela	15%	No	No
Europa Medio Oriente			
Grecia	No	42%	No
Jordania	No	No	No
Portugal	15.0%	12.0%	No
Turquía	10%	25%	No
Africa			
Costa de Marfil	18%	12%	No
Kenia	12.5%	7.5%	11%
Marruecos	22%	15%	No
Nigeria	40%	15%	20%
Zimbabue	10%	20%	30%
Asia			
India	25%	25%	40%
Indonesia	20%	20%	No
Corea	12.9%	16.125%	No
Malasia	20%(0%)	40%(0%)	No
Pakistán	55%	15%	No
Filipinas	15%	25%	0.25%
Taiwan, China	20%	20%	No
Tailandia	15%(10%)	25%(10%)	10%

tria americana sola no lo habría hecho nunca, pero la Comisión de Valores y Cambio siguiendo su propósito original, su función original, nos brinda esta información. Mi frustración como inversionista es, sospechar que al ochenta por ciento del público no le importa nada, invierte porque algún corredor le dice que eso es muy bueno a pesar de que la información está a su alcance.

LA REGULACIÓN INSTITUCIONAL

Una de las cosas que se había hecho también, que a mi juicio es increíblemente importante, son las asociaciones nacionales de seguridad para comerciantes, las cuales regulan los mercados de capitales abiertos, otorgando las licencias para operar en el mercado de valores. Cada día las

condiciones para ingresar son más exigentes, lo cual es bueno para los mismos inversionistas. Yo he sido Presidente de uno de los distritos de la Bolsa de Nueva York y mi lema era que teníamos el doce por ciento de los miembros y el ochenta por ciento de los fraudes. Sin embargo, los perseguíamos sin darles tregua. Esto es lo que quiero decir cuando hablo de una reglamentación ilustrada. Uno de los permisos que se les daba a estas personas era conducir auditorías de sorpresa en cualquier firma que tuviera que ver con valores.

Todos nosotros éramos voluntarios o somos voluntarios e informamos sobre lo que está haciendo una firma que parecía muy legal. Pienso que ese potencial para poner en vigencia la ley es enorme y creo que nos ha ayudado muchísimo junto con el computador. Ahora, volviendo a mi tema de los computadores, creo que ellos por primera vez en los últimos años, tienen la capacidad de vigilar el mercado de valores. Quiero darles un ejemplo: cada acción que se comercializa en la Bolsa es introducida en el computador. Para cada una de estas acciones el computador tiene el promedio en precios entre el precio de compra y de venta y el precio del día, que basándose en la experiencia obtienen los promedios por transacción a nivel histórico. Así que si alguien comercializa cien acciones americanas por fuera de estos rangos de precios, el computador automáticamente imprime un informe que va a la central de inspección de la Bolsa de Valores. Este tipo de transacción puede ser un error, pero si el fenómeno persiste, el examinador llama al agente de bolsa y le pregunta qué pasa. En una segunda llamada también se inquiere a la compañía y se les pregunta si hay algún tipo de información que ellos crean que pueda estar afectando el mercado. La reglamentación no sólo es nueva en el mercado de capitales y valores, sino que también es nueva para las compañías. Así es como una regulación o reglamentación inteligente en conjunto con políticas fiscales como las que mencioné anteriormente permiten el amplio desarrollo del mercado.

Algo que estamos observando es que algunos países se están encerrando en un mercado de capitales que no se puede predecir, que los puede obstruir y que el inversionista no comprende ciertamente. Miremos por ejemplo los impuestos de retención sobre capital (Cuadro 9). Entre menores sean mejor. Creo que soy suficientemente realista al observar que los gobiernos que gravan excesivamente el capital han hecho que la inversión sea difícil y escasa. Por lo tanto si los países en desarrollo quieren atraer capital, una de las maneras de hacerlo es manteniendo los impuestos bajos. Debemos entender la filosofía de los gravámenes y cómo estos van a afectar al inversionista en el mercado. Si como en los Estados Unidos las leyes de impuestos estipulan que el ingreso de capitales tenga un impuesto

mayor, lo más lógico sería recurrir solamente a mercados de deuda. Si el inversionista va a invertir, se dirigirá donde está el dinero, lo cual haría probable una estructura de deuda muy alta. Otra cosa que desea ver el inversionista es una infraestructura. El estaría muy cómodo viendo infraestructuras tales como los fondos de pensionistas de los aseguradores que invierten en los mercados de capitales. (*Cuadro 9*)

LA INVERSIÓN EN AMÉRICA

Si me permiten, voy a hacer un paralelo un poco extraño. En las granjas norteamericanas las vacas tienen una campana y son seguidas por las otras vacas. En Estados Unidos las gentes siguen también como ovejas a ciertos inversionistas, quieren ver a alguien local haciendo algo de manera que se sientan cómodos, que no van siendo desplumados por el mercado. También desean ver una comunidad en crecimiento. Aquí quiero expresar mis preferencias por las separaciones tales como las que tenemos en los Estados Unidos sobre la parte de la Bolsa y la parte del banco. De todas formas, si está unido o separado, o si es universal, la comunidad de la Bolsa tiene cierta finalidad común de tal manera que ella puede ser un puesto de información para los banqueros, a los cuales pueden ayudar a mantener informados produciendo el tipo de información y actuando como debieran actuar. Por lo tanto, él está allí porque está llevando a cabo una transferencia de información, porque es un comisionista de bolsa local y está ayudando a construir la comunidad local. Otro asunto importante que merece mencionarse es la estabilidad política. Esta debe ser comprendida por el inversionista, esto es algo que tiene tanta influencia que es casi innecesario mencionarlo. He conversado más de lo que ustedes se imaginan con extranjeros que me han regañado y me han mencionado lo que está mal en los mercados americanos incluyendo las tasas de interés. Al final yo les digo que estamos invirtiendo en Estados Unidos porque sabemos que es el único mercado donde la parte política no se tomará el mercado. El área política o el sector político es supremamente importante. Esa es la razón por la cual Singapur se convirtió en un mercado y por la cual Tokio se ha convertido en un gran mercado. Ahora, ¿qué quieren ustedes como colombianos? Con un aumento en la liquidez, se obtienen mejores mercados, o al menos la volatilidad de los mercados. Con mayor información o información de parte de sus compañías se obtienen mejores políticas de inversión lo cual nos permitirá mejorar nuestra comunidad de bolsa, tanto de comisionistas, como de inversionistas. Soy hombre de mercado abierto, de mercado libre, y creo que si el mercado mejora, todo mejorará. Otra forma de mejorar los mercados consiste en la posibilidad

CUADRO 9
DESEMPEÑO DE FONDOS DE PAISES EN BOLSAS DE VALORES LOCALES

Septiembre 30, 1988

Mercado Principal	Nombre del fondo	Inscrito en	Fecha Oferta	Tamaño bruto Inicial US \$ millones	No. Acciones Ofrecidas millones	Precio de oferta por Acción (US\$)	Precio de Oferta por acción Menos comisión US \$	Precio por Acción US \$	Precio NAV Por Acción 1 /	Precio Prima deacuento sobre NAV	Total Activos (US \$ millones)	Capital total US \$ millones
Países en Desarrollo	EMGF., Inc. (1 & 2) ¹	Lux.	86 / 5-87 / 9	134.61	10.121	13.300	13.190	-	19.060	-	192.906	192.906
	Templeton E.M. Fund. EMIF, Inc.	AMEX Lux.	1987 / 72 1988 / 2	115.00 43.00	11.500 4.300	10.000 10.000	9.305 9.970	7.750 -	9.300 10.710	-16.7% -	106.950 46.053	29.125 46.053
BRASIL	Equily Fund. of Brazil	-	1987 / 9	87.50	0.001	100.000.000	100.000.000	-	134.680.000	-	117.845	117.845
	Brazil Fund. Brazilian Lavco	NYSE	1988 / 3	150.00	12.000	12.500	12.000	9.250	12.650	-26.9%	151.800	111.000
INDIA	India Fund. India Growth Fund.	London NYSE	1987 / 7 1988 / 8	127.80 60.00	75.000 5.000	1.704 12.000	1.419 11.160	1.556 8.125	2.099 11.370	-25.9% -28.5%	157.425 56.850	116.700 40.625
COREA	Korea Fund. Korea Growth Trust	NYSE HK	84 / 8 & 86 / 5 1985 / 3	100.00 31.50	6.240 3.000	16.040 10.500	15.050 9.940	40.000 42.230	37.600 30.710	50.6% 37.5%	231.636 92.130	374.419 136.490
	Korea Ind. Trust (m & ll)	-	1981 / 11	25.80	1.500	10.535	10.000	58.340	42.430	37.5%	63.645	87.510
	Koras Trust. Korea-Europe Fund. Ltd. Seoul Ind. Trust	-	1981 / 11	15.65	1.000	15.650	15.000	66.580	48.420	37.5%	48.420	66.580
	Seoul Ind. Trust	London	1987 / 3	32.13	3.000	10.710	10.360	26.500	17.790	49.0%	53.370	79.500
	Seoul Trust	-	1985 / 4 1985 / 4	31.35 31.35	3.000 3.000	10.450 10.450	10.000 10.000	42.605 40.545	30.990 29.490	37.5% 37.5%	92.979 88.470	127.815 121.435
MALASIA	Malaisia Fund.	NYSE	1987 / 5	64.00	7.000	12.000	11.160	6.750	8.740	-22.8%	41.180	47.250
MEXICO	Mexico Fund. I & ll	NYSE	81 / 1-83 / 11	165.20	19.000	7.640	7.230	4.875	7.430	-34.1%	142.170	92.625

CUADRO 9
DESEMPEÑO DE FONDOS DE PAISES EN BOLSAS DE VALORES LOCALES

Septiembre 30, 1988

Mercado Principal	Nombre del fondo	Inscrito en	Fecha Oferta	Tamaño bruto Inicial US \$ millones	No. Acciones Ofrecidas millones	Precio de oferta por Acción (US\$)	Precio de Oferta por acción Menos comisión US \$	Precio por Acción US \$	Precio NAV Por Acción 1/	Precio Prima descuento sobre NAV/	Total Activos (US \$ millones)	Capital total US \$ millones
Países en Desarrollo												
PORTUGAL												
	Portugal Fund. Ltd. Oporto Growth Fund.	London	1987 / 8	42.32	4.000	10.580	10.000	7.500	7.140	5.0%	23.560	30.000
		London	1988 / 5	37.10	3.500	10.600	10.000	9.500	9.030	5.2%	31.605	33.250
TAIWAN, CHINA												
	Formosa Fund.	London	1986 / 3	25.69	2.500	10.275	10.000	79.000	86.729	-8.9%	216.800	197.500
	Taipei Fund.	London	1986 / 5	25.69	2.500	10.275	10.000	67.500	76.780	-12.1%	191.950	168.750
	Taiwan Fund.	AMEX	1986 / 12	24.36	2.000	12.000	11.160	34.200	41.129	-16.8%	83.474	69.426
	Taiwan (R.O.C.) Fund.	London	1983 / 10	42.13	4.100	10.275	10.000	80.000	90.350	-11.5%	370.435	328.000
TAILANDIA												
	Bangkok Fund. (I, II & III)	London	85 / 8-86 / 12	43.71	1.493	29.285	25.000	-	37.520	-	56.001	56.001
	Siam Fund.	-	1988 / 2	40.00	4.000	10.000	-	13.500	13.140	2.7%	52.540	54.000
	Thai Fund. Inc.	NYSE	1988 / 2	100.00	8.300	12.000	11.160	13.000	11.590	12.2%	96.545	108.290
	Thailand Fund.	London	1986 / 12	31.13	3.000	10.375	10.000	-	20.456	-	61.348	61.363
	Thai Euro Fund.	London	1988 / 5	75.00	7.50	10.000	-	9.750	9.950	-2.0%	74.425	73.125
	Thai Prime Fund.	Sing	1988 / 9	155.00	15.50	10.000	9.500	-	9.500	-	147.250	147.250
Totales				7.853.51							3.215.24	3.167.48

Notas: 1. Nav = Net Aport Value.

de producir listados por dentro de nuestros mercados por parte de las compañías multinacionales que operen aquí y que siempre están buscando capital.

EL FONDO EN COLOMBIA

Un nombre que conozco, Colgate Palmolive, es una compañía que automáticamente estaría dentro del mercado de valores si se le diera la oportunidad de pertenecer localmente. Si se les da la oportunidad de que ellos pertenezcan al mercado local a través de una mejor reglamentación de éste, no sólo se vendería la imagen del país en el exterior que es el primer paso, sino que también en el largo plazo, las compañías locales ingresarían al mercado internacional de capitales. Ir a los mercados europeos, al mercado del yen, es un proceso educativo y es un proceso lento que no va a demorar dos semanas. Cuando se establezca el fondo en Colombia, si puede suceder en algún momento en el futuro, a medida que el mundo comprenda que las inversiones en Colombia son posibles, se establecerá un gran mercado para el país. Quisiera mencionar el programa de la Corporación Financiera Internacional, a la cual estuve involucrado parcialmente durante un tiempo. Es una institución muy mal comprendida, ha invertido en más de 150 países, más de seiscientos cuarenta mil millones de dólares de inversión norteamericana. Es una fuente totalmente nueva de capital para las compañías locales que van hacia los bancos, hacia financiación de exportaciones. Por ejemplo, en el Banco Latinoamericano de Exportación, el BLADEX, en los préstamos latinoamericanos había diez y nueve países en diferentes inversiones. Este tipo de inversionista a medida que empieza a comprender la naturaleza de sus compañías locales, de sus aduanas locales, de sus costumbres y de su contabilidad local se convierte en un financiero de su comunidad. Creo que puedo resumir todo esto diciendo lo siguiente: ir hacia los mercados de capitales internacionales a través de un fondo de capitales, es como tratar de... poner un perro muy furioso en calzones... uno puede ser mordido, pero debo decirles que los resultados son absolutamente maravillosos y que valen la pena.

COMENTARIO Y DISCUSIÓN

Roberto Junguito Bonnet

Antes de realizar algunos breves comentarios sobre el tema de los Fondos Internacionales de Financiación y su conveniencia y aplicabilidad al caso colombiano, quisiera agradecer a la Asociación Bancaria la invitación que me ha formulado para participar en esta reunión y, ante todo, felicitar a su Presidente por la importante iniciativa de revivir el Simposio sobre El Mercado de Capitales en Colombia, que visto retrospectivamente se encuentra lo tanto que contribuyó a la formación de la política económica colombiana.

En esta breve nota se parte de los objetos que han buscado los Fondos Internacionales de Financiación y se identifican algunas barreras para su aplicación al caso colombiano, derivadas de la estructura económica y social del país, así como sus perspectivas a la luz de la discusión económica actual. Los comentarios incluyen algunas reflexiones relacionadas con instrumentos alternativos a los Fondos que puedan cumplir más cabalmente los objetivos.

CRISIS DE LA DEUDA E INNOVACIONES FINANCIERAS

Los Fondos Internacionales de Financiación, tal como ha sido expuesto en el Simposio, son una de las varias innovaciones financieras en que buscan participar los países en desarrollo dada la internacionalización del mercado de capitales y que resultan potencialmente atractivas para los países latinoamericanos a raíz de la crisis de la deuda y la consecuente reducción de la disponibilidad de recursos frescos de crédito externo. En cierta forma los Fondos, así como algunas de las innovaciones, son una respuesta para la obtención de recursos externos de fuentes diferentes de las que vieron sus riesgos afectados con la crisis.

Tal ha sido la experiencia histórica: se puede visualizar por ejemplo, cómo, a raíz de la crisis de la deuda del Siglo XIX las fuentes de recursos pasaron de Tenedores de Bonos del Imperio Británico a los de los Estados Unidos y cómo, posteriormente, el resultado de la moratoria de los años treinta desembocó después de decenios en créditos de organismos multila-

terales, seguidos de crédito de la Banca Internacional (Stallings¹).

En dicho sentido, los comentarios que siguen enfocan, principalmente, el tema de los Fondos de Financiamiento desde la óptica casi exclusiva de la búsqueda de recursos externos y sólo, en menor medida, de su beneficio secundario de incorporar a Colombia a la economía mundial, desde el punto de vista de su mercado de capitales o sea la globalización a que ha hecho referencia el ponente.

Así, con fundamento en la presentación del ponente, las principales barreras que se identifican en el hipotético Fondo Colombia compuesto por acciones de las principales empresas inscritas en Bolsa (Echeverry-Gómez²) son las siguientes:

- El sistema requiere cambios sustanciales en el régimen de control de cambios, que a juzgar por iniciativas sobre el tema como la propia reforma constitucional, no parecen viables.

- El sistema requiere una actitud de apertura frente a la adquisición de acciones por parte de extranjeros que contraría el espíritu de régimen andino sobre inversión extranjera.

- El sistema es más fácilmente aplicable en economías altamente privatizadas y con un mercado de capitales amplio y poco concentrado que no es el caso colombiano, donde además, operen adecuadamente instituciones como la Comisión de Valores y las propias Bolsas de Valores.

- El sistema presupone estabilidad política en el país que no es exactamente lo que estamos viviendo.

- El sistema presume que el uso de los recursos externos, así captados, tiene un retorno económico superior al implícito en los rendimientos y valorización de las acciones vendidas, que no es siempre el caso en Colombia por no registrar una crisis en Balanza de Pagos como otros países latinoamericanos.

- El sistema exige una atractiva rentabilidad prospectiva frente a alternativas que se ofrecen en el exterior, lo que implica un régimen tributario (retención e impuestos de ganancias de capital) que dé a los papeles colombianos mayor competitividad.

- El sistema es adecuado para una economía dinámica que se esté insertando en la economía mundial y que tenga en perspectiva, al menos, la privatización, el estímulo a la economía de mercado y la apertura hacia el exterior, condiciones estas que, a pesar de los buenos esfuerzos del equipo económico del Gobierno, no parecen tener eco entre los intelectuales y políticos del Partido Liberal, quienes, por el contrario, en sus exposiciones públicas y proyectos de ley muestran cada día un mayor interés en reforzar la intervención del estado en la economía y el desarrollo hacia adentro.

OTRAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO PARA COLOMBIA

Descartada, en principio, por razones anotadas el esquema de Fondos de Financiamiento cabe preguntarse, entonces, qué otras alternativas serían adecuadas y viables dentro de las condiciones económicas y el marco conceptual de intervención que parecen imponerse en Colombia.

La inversión extranjera directa, que no ha tenido en Colombia la significación económica de otros países (Ospina³) y que para estimularla podrían utilizar los denominados "debt-equity swaps" no parecerían tener tampoco posibilidades, de representar la visión expuesta por un muy respetable Senador en su ponencia sobre inversión extranjera en el Sector Financiero la verdadera ideología del partido liberal (Agudelo⁴).

En tales circunstancias, otra alternativa sería recurrir al crédito fresco de la Banca Internacional que como lo ha argumentado el ponente, no solamente es escaso sino que se limita al sector público, lo que resulta claro en el caso colombiano dado el interés del Gobierno por financiar la inversión pública con recursos externos.

Quedaría, como fuente de último recurso, el estimular el retorno de los capitales fugados con el argumento que si no se desea o no se puede conseguir el concurso del capital extranjero al menos se deba ensayar repatriar el colombiano. Publicaciones recientes sobre el tema indican cifras que fluctúan entre \$2.5 - \$5.0 mil millones de dólares (Hanselmon⁵, Herrera⁶).

COMENTARIOS FINALES

Otra alternativa para conseguir todo un "menú" de recursos externos (Cabrera⁷) sería la de seguir el patrón de desarrollo presente en el resto del mundo y que como bien lo expresó el ponente significa colocar a Colombia en "El excitante momento en Colombia de los Mercados Mundiales cuando la globalización comienza a ser una realidad". Ello, sin embargo, como se explicó atrás, en el caso de los Fondos Internacionales de Financiamiento, implica una actitud de apertura hacia el exterior; que tiene implicaciones en la política de comercio exterior; en la actitud positiva frente a la inversión extranjera; en el convencimiento que debe fortalecer la economía de mercado y la privatización. En fin, ello implica continuar moviéndose en el sendero trazado en los programas de ajuste iniciados por la anterior administración y continuados con éxito por el actual equipo económico, pero que encuentra dificultades en su progreso por la posición ideológica de destacados miembros del Partido de Gobierno.

Espero que la exposición del ponente y estos comentarios contribuyan a que los colombianos evalúen con mejores perspectivas las opciones y alternativas que existen para su desarrollo económico social.

BIBLIOGRAFÍA

1. Stallings, Barbara. *Bankers to the Third World*, 1988.
2. Echeverry, J.C. y Gómez, H. "Fondos Internacionales de Financiación", Banco de la República febrero 1988.
3. Ospina, Jorge. *Foreign Investment and Industrial Development in Colombia*, octubre 1988; OECD, París.
4. Agudelo - Villa, Hernando, "Proyecto de Ley de 1988 por el cual se dictan normas sobre inversión extranjera con el Sector Financiero y se conceden facultades extraordinarias para regular la importación de propiedad industrial "Anales del Congreso, octubre 24 de 1988".
5. Handelman, G. "Capital Flight: Nature and Assesment" Wolfberg publications, Union Banks of Switzerland, 1988.
6. Herrera, S. "Evolución, situación actual y perspectivas de Mercado de Capitales en Colombia" Simposio sobre el Mercado de Capitales —Asociación Bancaria— noviembre 1988.
7. Cabrera, Mauricio "Nuevas alternativas para el flujo de capitales en América Latina. El Caso Colombiano", UNDP, octubre 1988.

CUARTA SESIÓN

MARCO CONCEPTUAL DEL NEGOCIO FINANCIERO: POSIBILIDADES Y OBSTÁCULOS

*María Edna González de Carrasco
Alberto Polo Hernández*

1. ORÍGENES DEL NEGOCIO FINANCIERO

La función que aparentemente dió origen al negocio financiero fue la de satisfacer la necesidad de custodiar los fondos de los agentes económicos que en un principio tenían como objetivo “atesorar” y desconocían en cierta forma los conceptos “ahorrar e invertir”.

Posteriormente quienes custodiaban los fondos encontraron que mientras se ejercía esta función, los dineros que se les encomendaban podían ser utilizados por otros agentes económicos que en su momento no tuvieron disponibilidad pero sí necesidad de ellos y que, en consecuencia, estaban dispuestos a pagar por satisfacer tal necesidad. Se puede decir que así nació el concepto de intermediación que hoy conocemos.

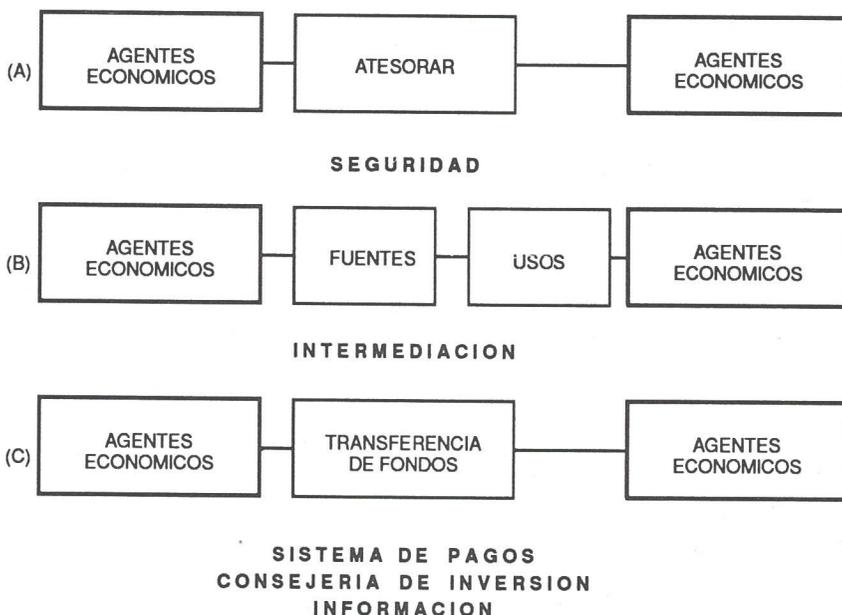
Adicionalmente, como se atesoraba dinero, el instrumento para efectuar las transacciones en la economía, se empezaron a efectuar transferencias de fondos entre agentes y se concretó el concepto que hoy conocemos como sistema de pagos.

Todas estas funciones generaban y requerían información sobre los agentes con excedentes y sobre los agentes con necesidades. Este flujo de información pasó de utilizarse únicamente para el normal desarrollo de las funciones a convertirse en una nueva función en sí misma, que es el manejo y disponibilidad de información del sistema financiero para los agentes económicos que de una u otra forma requieren de ella.

En resumen se tendrían como funciones básicas del negocio:

- La intermediación.
- El apoyo al sistema de pagos.
- La consejería de inversión (que es una modalidad de intermediación).
- La información.

1. ORIGENES DEL NEGOCIO FINANCIERO



2. ESQUEMA GENERAL DEL NEGOCIO FINANCIERO

El esquema general del negocio financiero presenta las relaciones entre los agentes económicos involucrados en su desarrollo, el tipo de operaciones realizadas y los instrumentos utilizados para lograr su conexión.

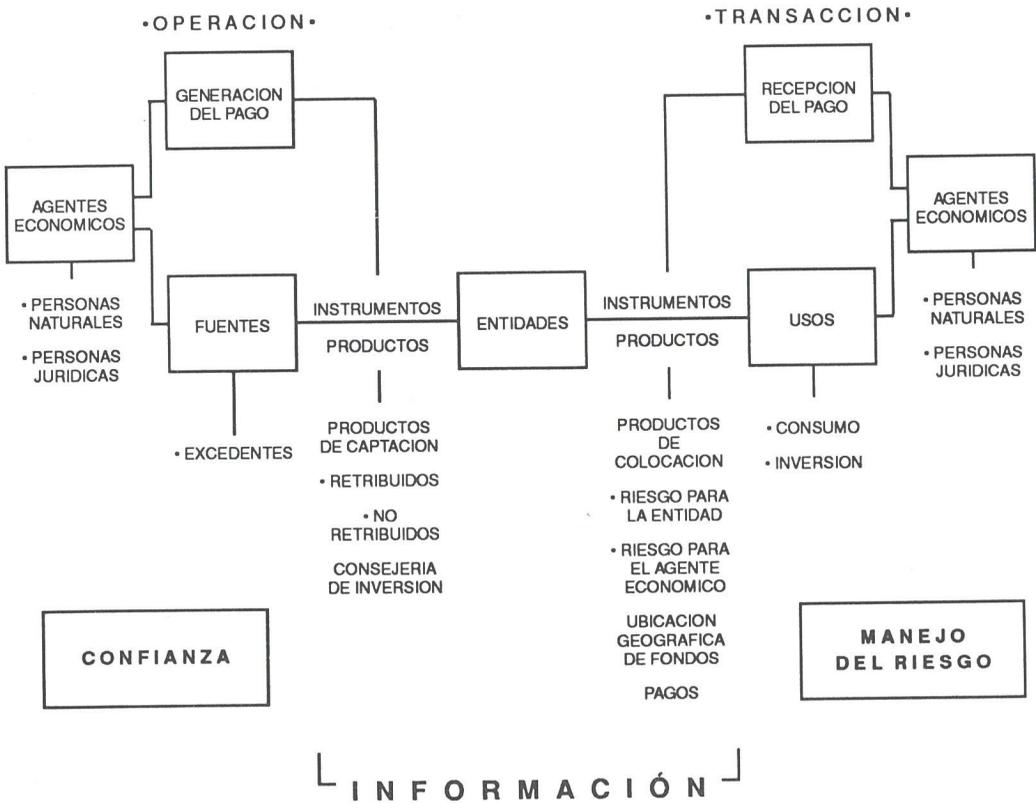
Los instrumentos no son otra cosa que los productos a través de los cuales se consiguen los excedentes, se hacen llegar a los agentes económicos que los necesitan y se efectúan las transacciones.

Los canales utilizados son las entidades y los agentes económicos son las personas naturales o jurídicas que mueven la economía.

El marco conceptual es único; lo que en un momento varía son los agentes, los productos o las entidades. Pero en todo el proceso se identifican y mantienen como factores críticos tres conceptos:

- Generar confianza; quienes entregan sus fondos a terceros deben tener la certeza de que su dinero está seguro.
- Entender y manejar el riesgo; quienes tienen la función de unir los agentes económicos a través de cualquiera de las funciones del negocio están utilizando dinero de terceros y en consecuencia deben responder

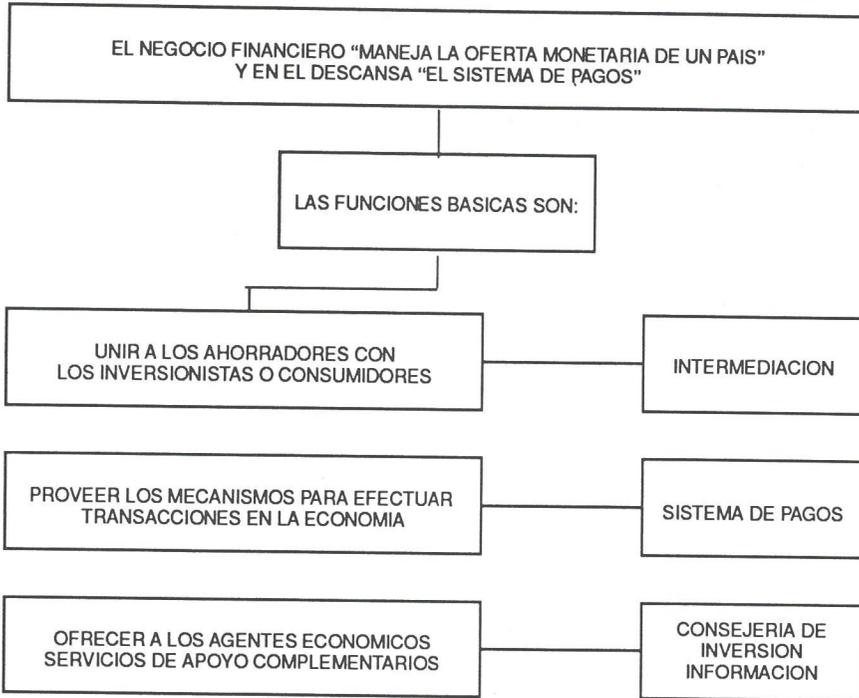
2. ESQUEMA GENERAL DEL NEGOCIO FINANCIERO



por tal manejo. Para ello deben medir el nivel del riesgo involucrado en las operaciones y propender por una adecuada dispersión de éste.

- Utilizar y proveer la información relevante, confiable y oportuna que permita desarrollar las funciones en forma eficaz y eficiente.

3. DEFINICION GENERAL DEL NEGOCIO FINANCIERO



4. LOS FACTORES CRÍTICOS EN SU MANEJO

Un factor es crítico cuando su variación tiene un efecto importante sobre las utilidades del negocio.

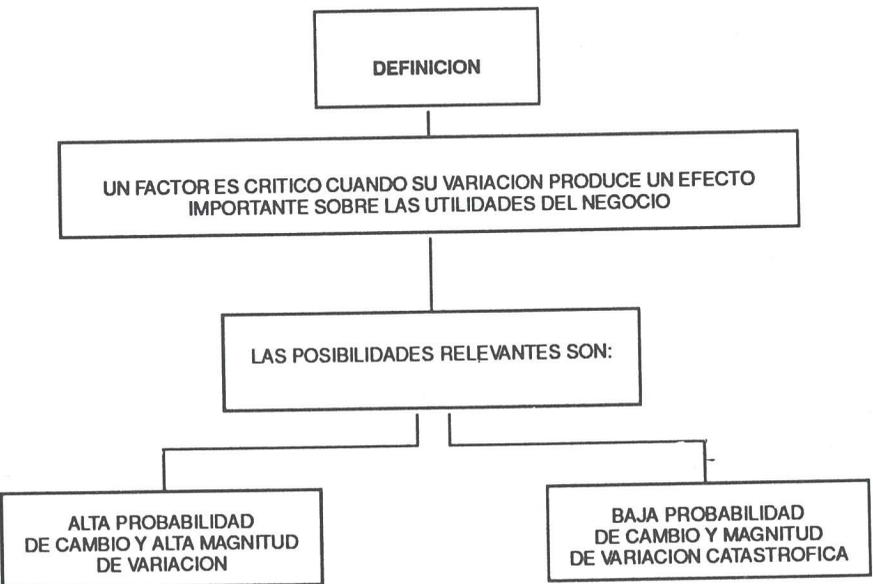
A su vez, el efecto es una función del peso relativo que el factor tiene en el estado de pérdidas y ganancias de una entidad y de su rango de variabilidad.

En un casi extremo, un factor no se considera crítico, aún si su participación en el P y G es alta, si no tiene posibilidad de variar.

Con base en esa definición, el marco conceptual del negocio financiero y el entorno en el que se mueve se identifican los factores críticos determinantes en su resultado. Estos se clasifican en los que están bajo el control del administrador y en los que están fuera de éste.

La identificación permite orientar los esfuerzos y los recursos, tanto económicos como humanos, hacia aquellos factores de los cuales efectivamente depende el resultado del negocio.

4. LOS FACTORES CRITICOS EN SU MANEJO Y DETERMINANTES EN SU RESULTADO



Los factores críticos fuera del control del administrador son:

- La política monetaria.

- Los esquemas de regulación y control por parte del Gobierno.

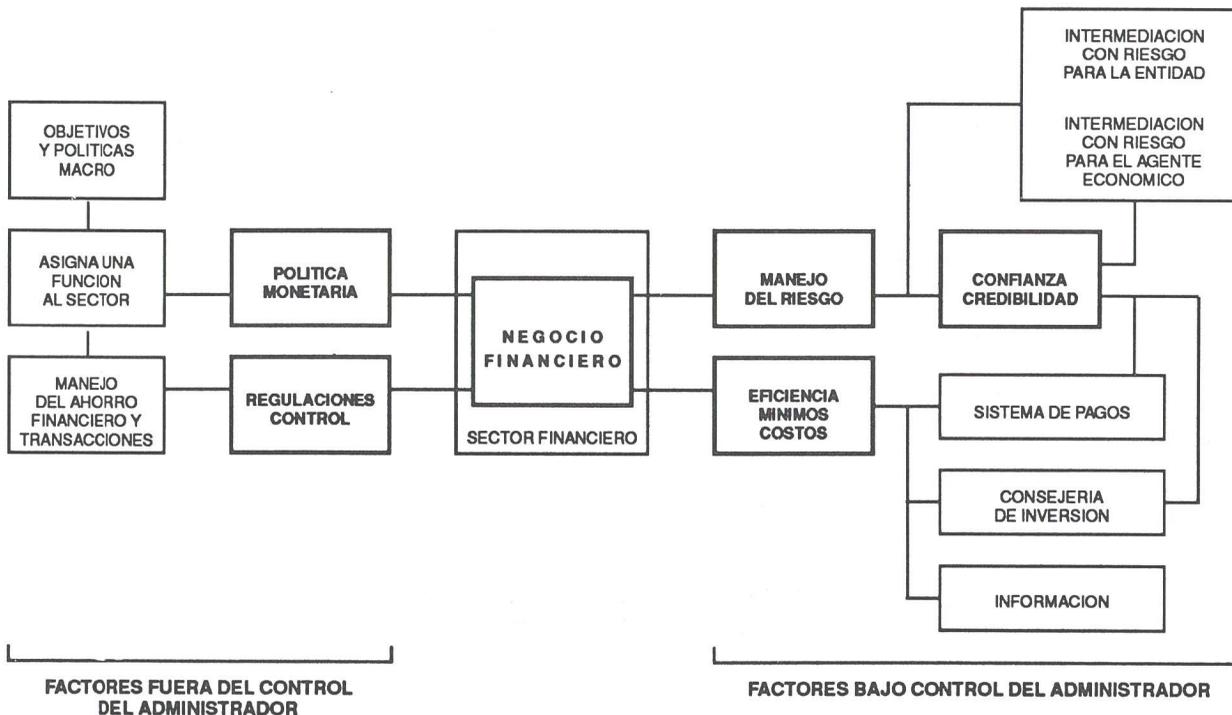
Los factores críticos bajo el control del administrador son:

- El manejo del riesgo (que es además garantía de confianza).

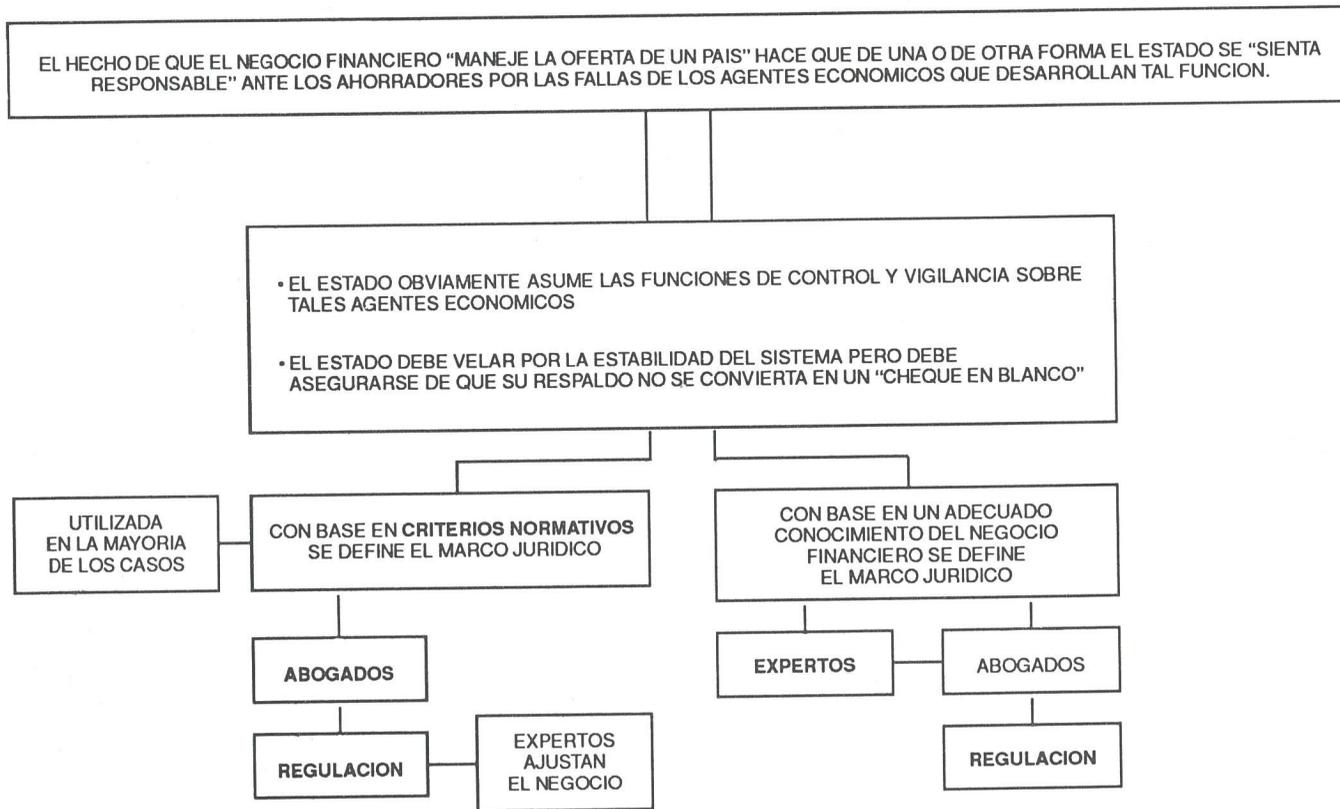
- El manejo eficiente de las operaciones (mínimo costo).

De este punto en adelante el análisis y los comentarios aquí presentados se concentran en los factores críticos y su efecto en el negocio.

4. FACTORES CRITICOS EN SU MANEJO Y DETERMINANTES EN SU RESULTADO (CONTINUACION)



5. LOS ORIGENES DE LA VIGILANCIA Y EL CONTROL POR PARTE DEL ESTADO



5. LOS ORÍGENES DE LA VIGILANCIA Y EL CONTROL POR PARTE DEL ESTADO

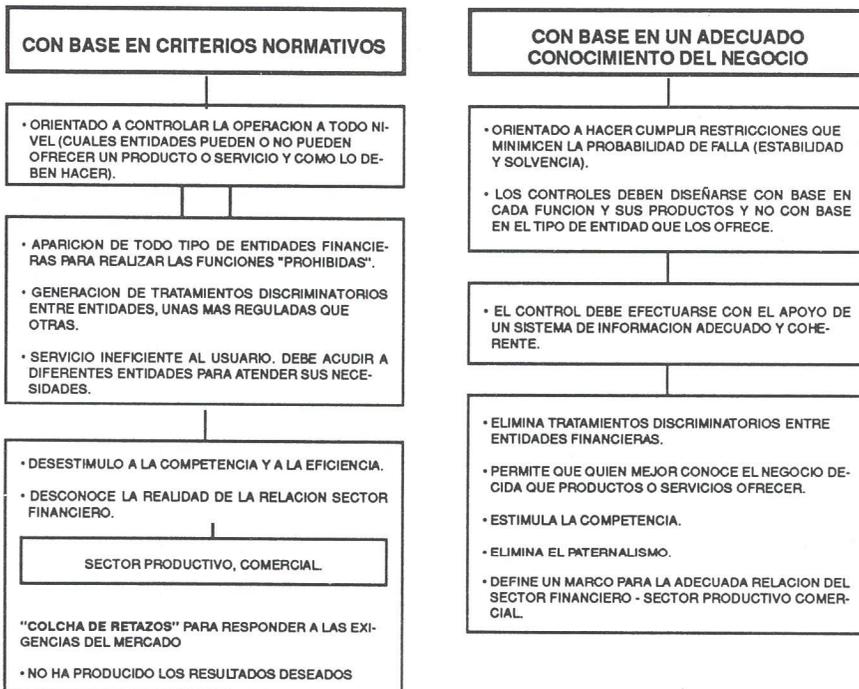
La necesidad de que exista un sistema regulador y controlador del negocio financiero y de que estas funciones deben ser efectuadas por el estado es una afirmación incontrovertible.

Lo importante es que este sistema cumpla con unas restricciones básicas:

- Lograr los objetivos buscados.
- Tratar equitativamente a los agentes económicos y a las entidades involucradas.
- Concentrar los esfuerzos en aquello que es relevante y puede y debe ser controlado.

Para lograr los objetivos del sistema y cumplir con las restricciones, el enfoque utilizado en su definición puede hacer la diferencia entre el éxito y el fracaso. Las ventajas y desventajas de los dos enfoques más utilizados en la actualidad se comentan brevemente en el numeral siguiente.

6. EFECTOS DEL ENFOQUE EN EL SISTEMA REGULADOR



7. TENDENCIAS GENERALES DEL NEGOCIO

A continuación y en forma muy esquemática se presentan las tendencias generales del negocio a nivel mundial. Al respecto se describe la situación que aparentemente ha motivado el cambio, las características de tal cambio, la reacción para controlar los efectos del cambio tanto a nivel del entorno como a nivel operativo de las entidades, y las prioridades que se le han asignado a las acciones que, en definitiva, se espera permitirán ajustar el negocio a las nuevas circunstancias.

Estas acciones se resumen en:

- Revisar el sistema regulador del negocio financiero tomando como punto de partida y marco de referencia el marco conceptual del negocio, los objetivos buscados por el sistema regulador (estabilidad y solvencia del sistema financiero) y las restricciones existentes. Esto se logra con la unificación de los esfuerzos de las autoridades que manejan la política económica y monetaria y de los expertos que conocen y han manejado con éxito el negocio. Este compromiso debe ser complementado con el apoyo jurídico para garantizar que los derechos de todos los agentes involucrados son respetados y que el sistema de regulaciones y control propuesto sea coherente con el orden jurídico del país.
- Entender el negocio financiero y el riesgo asociado con él para lograr un manejo eficaz y eficiente del mismo, libre de improvisaciones.

8. EL NEGOCIO EN COLOMBIA

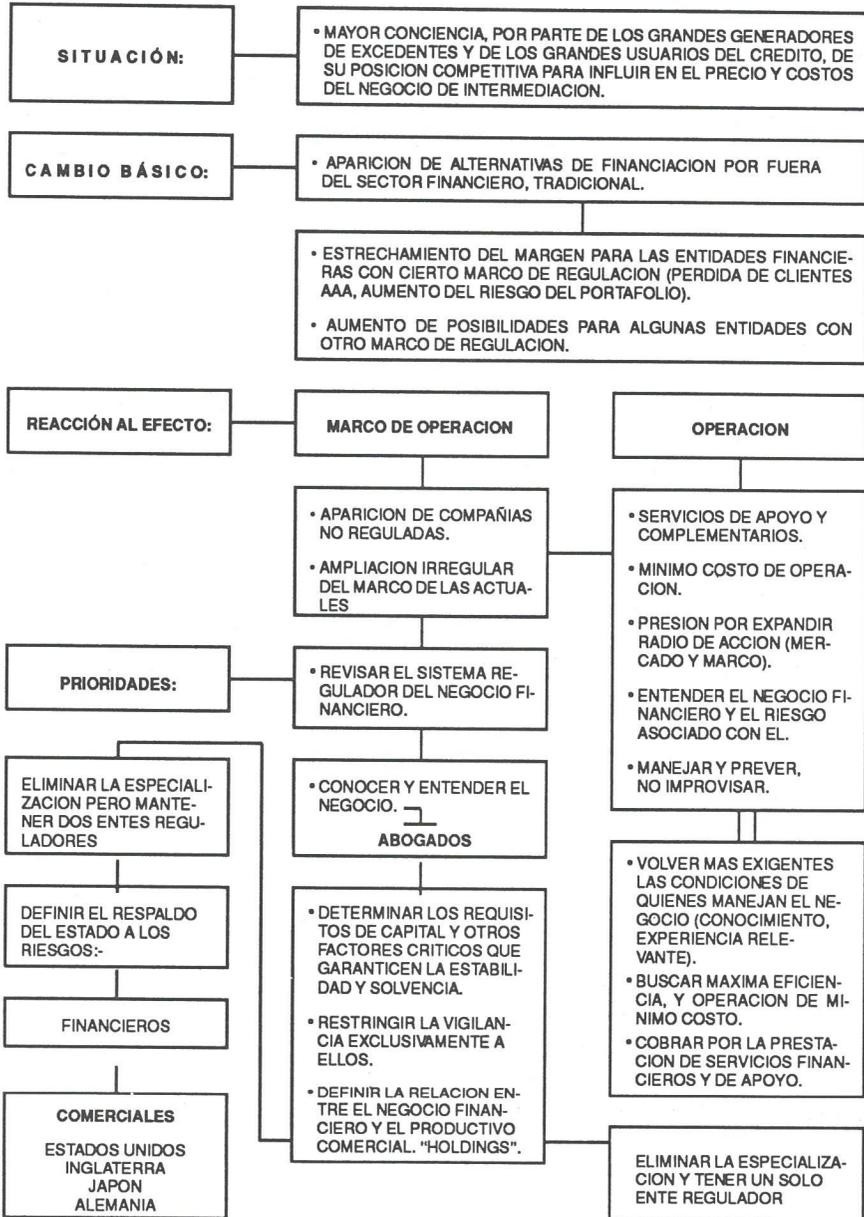
El esquema anterior enmarca los elementos del negocio financiero en el país dentro del marco conceptual definido para el negocio en general.

Existe una gran variedad de productos que responden a las necesidades del mercado. Pero también existe una gran variedad y número de entidades que reflejan una especialización dentro del negocio que se puede interpretar como la respuesta al marco regulador más que como el resultado equilibrado de las fuerzas del mercado.

Una especialización con estos orígenes desestimula la sana competencia y disfrazada las ineficiencias.

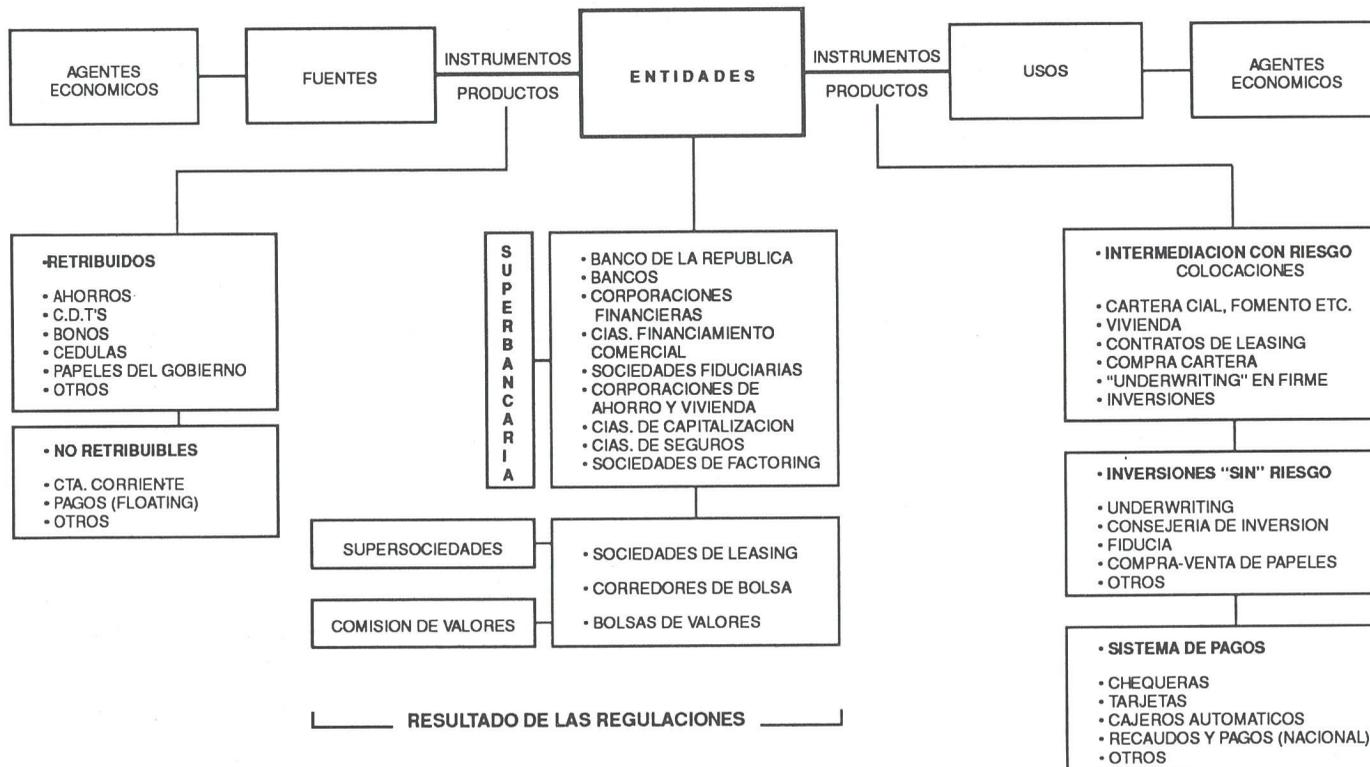
Esta circunstancia se ve agravada por el hecho de que existen diferentes entidades de vigilancia y control encargadas de ejercer tales funciones según sea el tipo de producto o entidad que lo ofrezca.

7. TENDENCIAS GENERALES DEL NEGOCIO



8. EL NEGOCIO EN COLOMBIA

1. ESQUEMA GENERAL



8. EL NEGOCIO EN COLOMBIA

2. COMPOSICION

PARTICIPACION POR TIPO DE ENTIDAD SOBRE
EL TOTAL DE ACTIVOS DEL MERCADO FINANCIERO PRIMARIO

ENTIDAD	1980	1987
• BANCOS	77	73
• CORP. FINANCIERAS	4	4
• CORP. AHORRO Y VIVIENDA	16	18
• CIAS. FINANCIAMIENTO COMERCIAL	3	4
• CIAS. DE LEASING	-	1
TOTAL	100	100

3. FACTORES CRÍTICOS

Tomando como punto de referencia a los factores críticos identificados para el negocio financiero en general, los estados financieros de las entidades durante el período 1976 a 1986 y las circunstancias del país se analiza el negocio en Colombia.

A cada factor crítico se le define una función, se le identifican los instrumentos utilizados para que la cumpla, se identifican los efectos o resultados concretos que se generan en el negocio y se hacen algunos comentarios al respecto.

Los resultados resumidos se presentan en los esquemas a continuación.

4. TENDENCIA

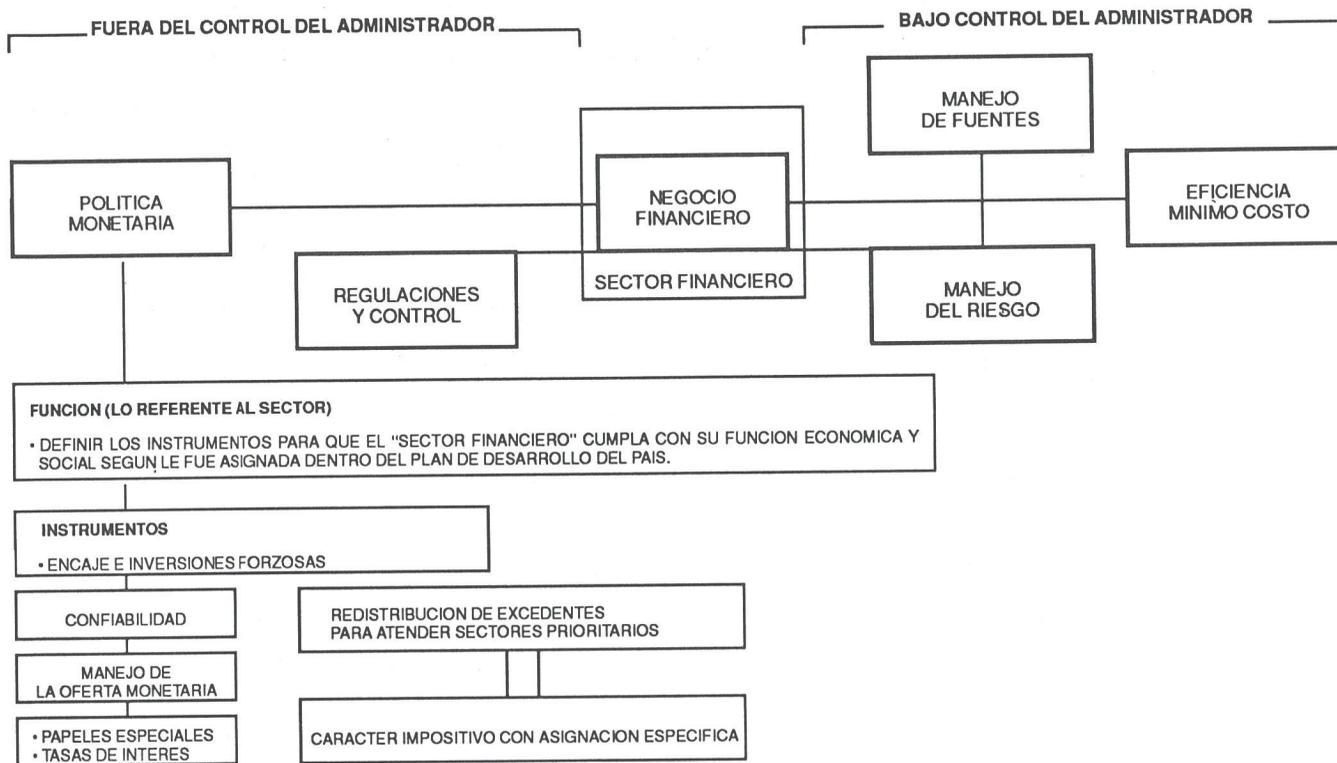
Existe una clara tendencia de disminución del margen de intermediación del negocio financiero, explicada en un alto porcentaje por:

- El encarecimiento de la mezcla
- La reforma tributaria
- La aparición de otras alternativas de financiación

Esta situación conlleva a una disminución del universo del mercado natural del negocio y a un aumento en el riesgo de la cartera al desplazarse los clientes con mejor calificación de riesgo hacia las otras alternativas no ofrecidas por el sector.

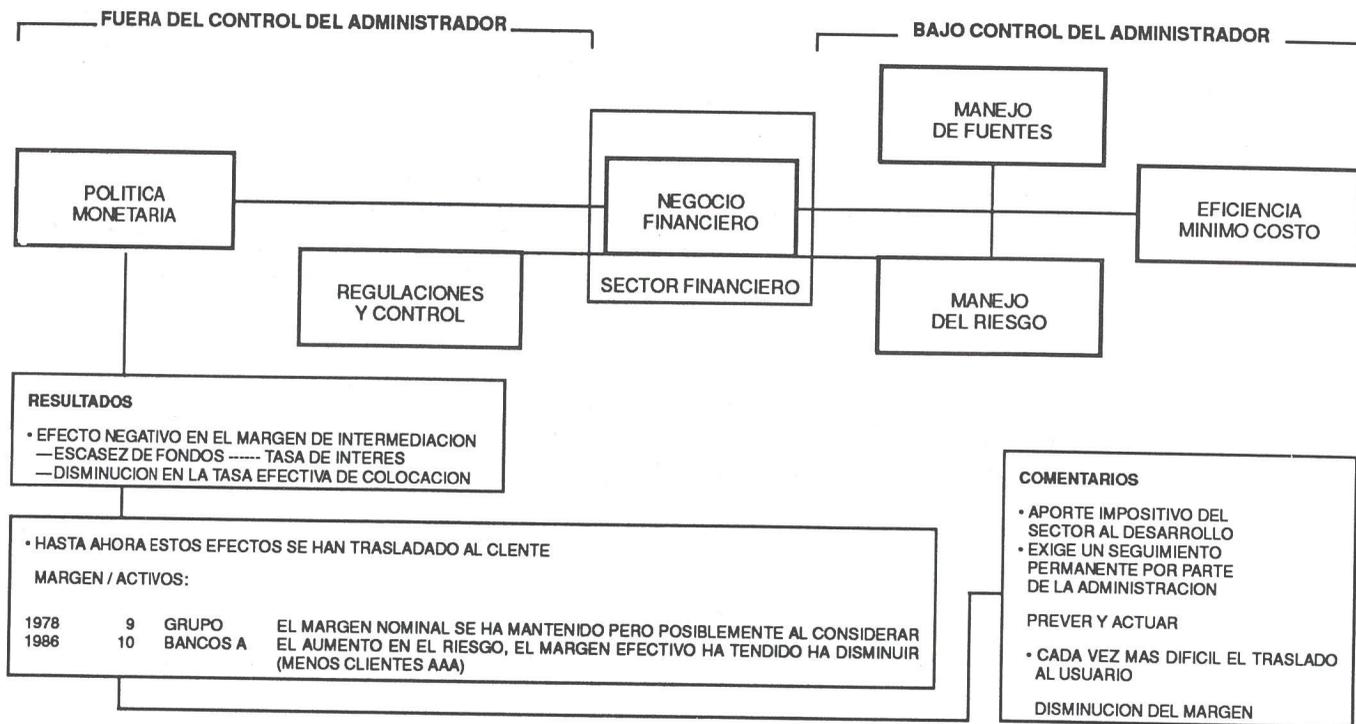
8. EL NEGOCIO EN COLOMBIA

3. FACTORES CRITICOS



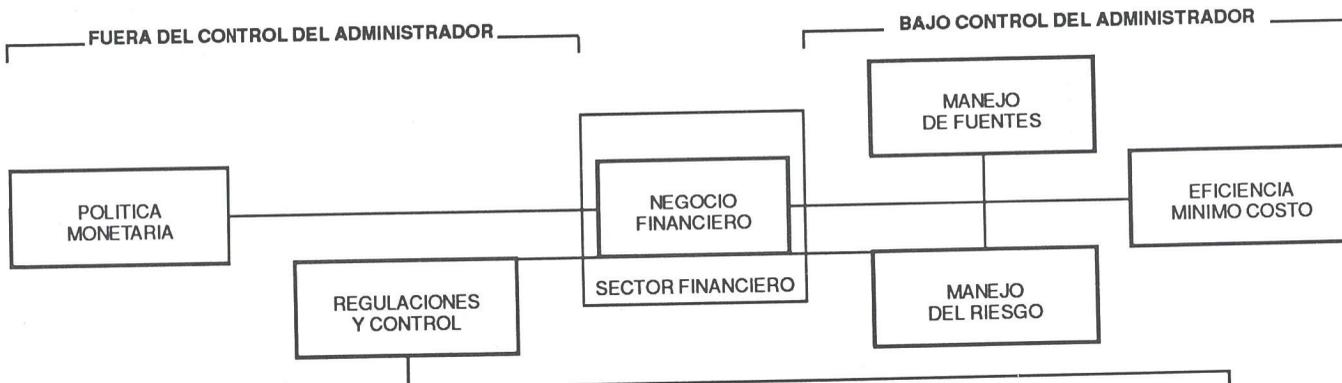
8. EL NEGOCIO EN COLOMBIA

3. FACTORES CRITICOS



8. EL NEGOCIO EN COLOMBIA

3. FACTORES CRITICOS



FUNCION

- GARANTIZAR LA ESTABILIDAD Y SOLVENCIA DEL SISTEMA

INSTRUMENTOS

- CONJUNTO DE NORMAS DIRIGIDAS A ESPECIALIZAR Y CONTROLAR LA "OPERACION" DE LAS ENTIDADES Y NO NECESARIAMENTE A MINIMIZAR LA PROBABILIDAD DE FALLA.
- SISTEMA DE INFORMACION CON GRAN COBERTURA, DISPENDIOSA PARA LAS ENTIDADES PERO POCO EFICIENTE PARA ANALISIS Y EVALUACION

RESULTADOS

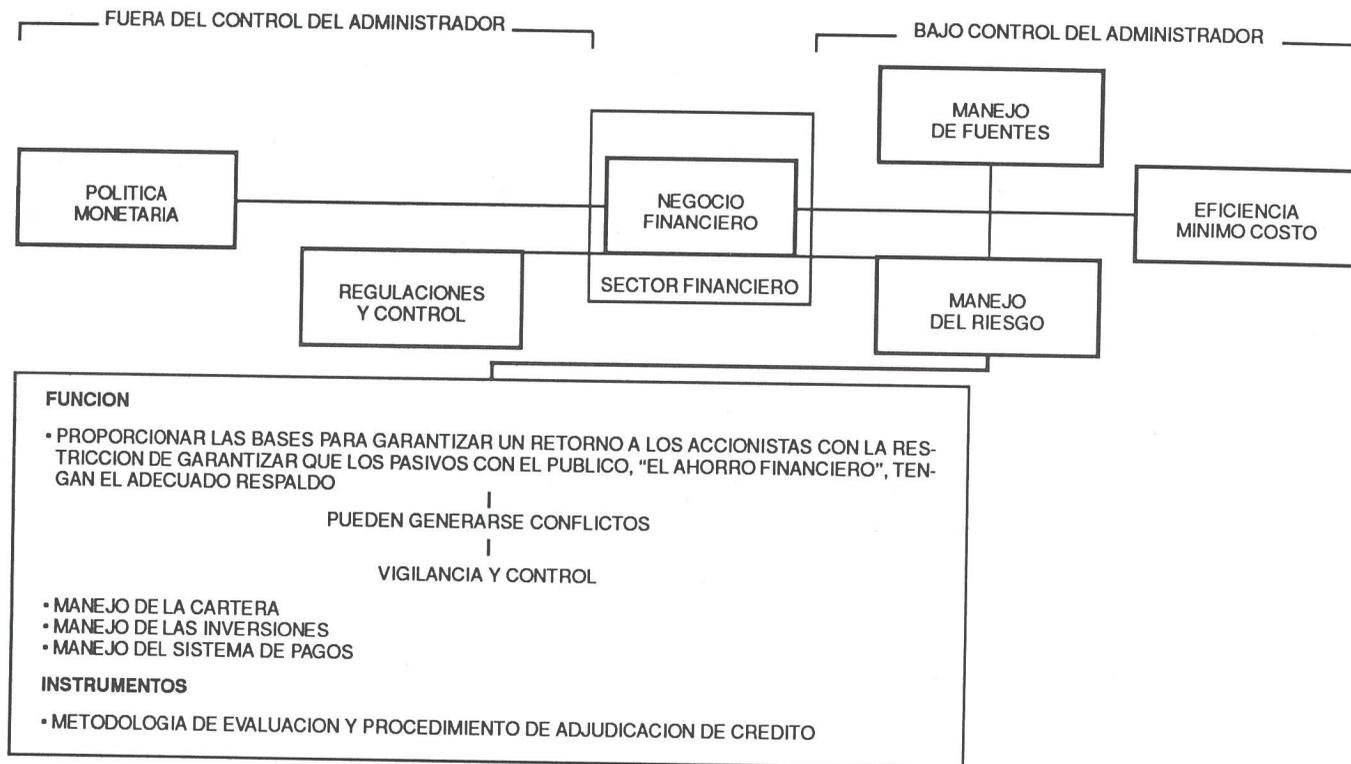
- ALGUNAS ENTIDADES ESTAN MAS REGULADAS QUE OTRAS
- LA ADMON. SE VUELVE INEFICIENTE POR TODOS LOS PERMISOS Y APROBACIONES QUE DEBE SOLICITAR
- SE LOGRA UNA ESPECIALIZACION INEFICIENTE.
- NO SE HA CONSEGUIDO EL OBJETIVO

COMENTARIOS

- CONCENTRAR LAS REGULACIONES EN LOS ASPECTOS QUE GARANTICEN ESTABILIDAD Y SOLVENCIA
- PERMITIR A LAS ENTIDADES TOMAR LIBREMENTE LAS DESICIONES DE OPERACION Y DE SELECCION DE MERCADOS Y PRODUCTOS

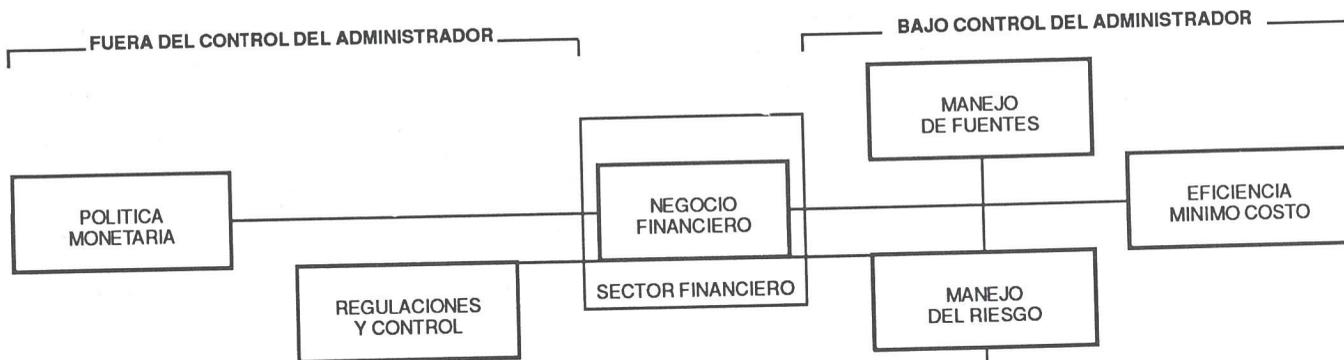
8. EL NEGOCIO EN COLOMBIA

3. FACTORES CRITICOS



8. EL NEGOCIO EN COLOMBIA

3. FACTORES CRITICOS



RESULTADOS

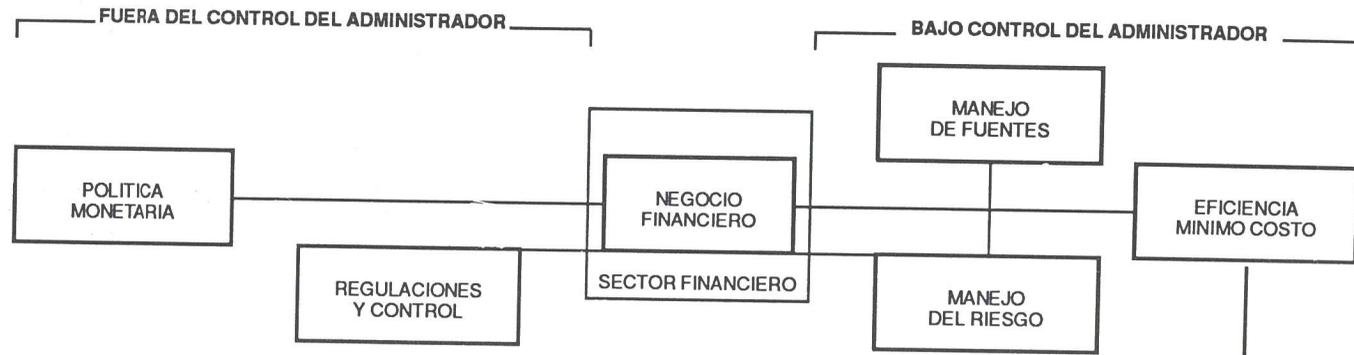
- ALGUNAS ENTIDADES FINANCIERAS NO SINTIERON LA CRISIS, ES MAS, CRECIERON Y PROSPERARON DURANTE ELLA
- EL AMBIENTE EXTERNO EN EL QUE TODAS SE MOVIAN ERA EL MISMO
- EL MARGEN SOBRE ACTIVOS Y LOS COSTOS FIJOS SOBRE ACTIVOS (DATOS PROMEDIO) HAN PERMANECIDO ESTABLES
- LOS BANCOS QUE NO SINTIERON LA CRISIS TENIAN Y TIENEN LOS INDICES MAS BAJOS DE CARTERA MALA
- QUEDARIA ENTONCES, COMO RAZON APARENTE DE LA CRISIS "EL MANEJO DEL RIESGO"

COMENTARIOS

- EL MANEJO DE LAS FUENTES DEBE BASARSE EN LOS OBJETIVOS DE COLOCACION Y EN SU SELECCION DEBEN CONTAR NO SOLO LOS COSTOS FINANCIEROS SINO LOS ADMINISTRATIVOS IMPLICITOS EN LA CAPTACION.
- MANEJO DE RIESGO IMPLICA
 - DECISION
 - DISPERSION
 - ADMINISTRACION
- ESTA ES UNA RESPONSABILIDAD NO SOLO DE LA ADMINISTRACION SINO TAMBIEN DE LOS DIRECTIVOS

8. EL NEGOCIO EN COLOMBIA

3. FACTORES CRITICOS



FUNCION

- GARANTIZAR EXCELENCIA EN EL SERVICIO AL MINIMO COSTO, PARA COMPENSAR CON REDUCCION DE COSTOS LA TENDENCIA DE REDUCCION EN EL MARGEN

INSTRUMENTOS

- RACIONALIZACION DE SISTEMAS Y PROCEDIMIENTOS
- AUTOMATIZACION CON CRITERIO DE RENTABILIDAD
- RACIONALIZACION DE LA RED DE OFICINAS

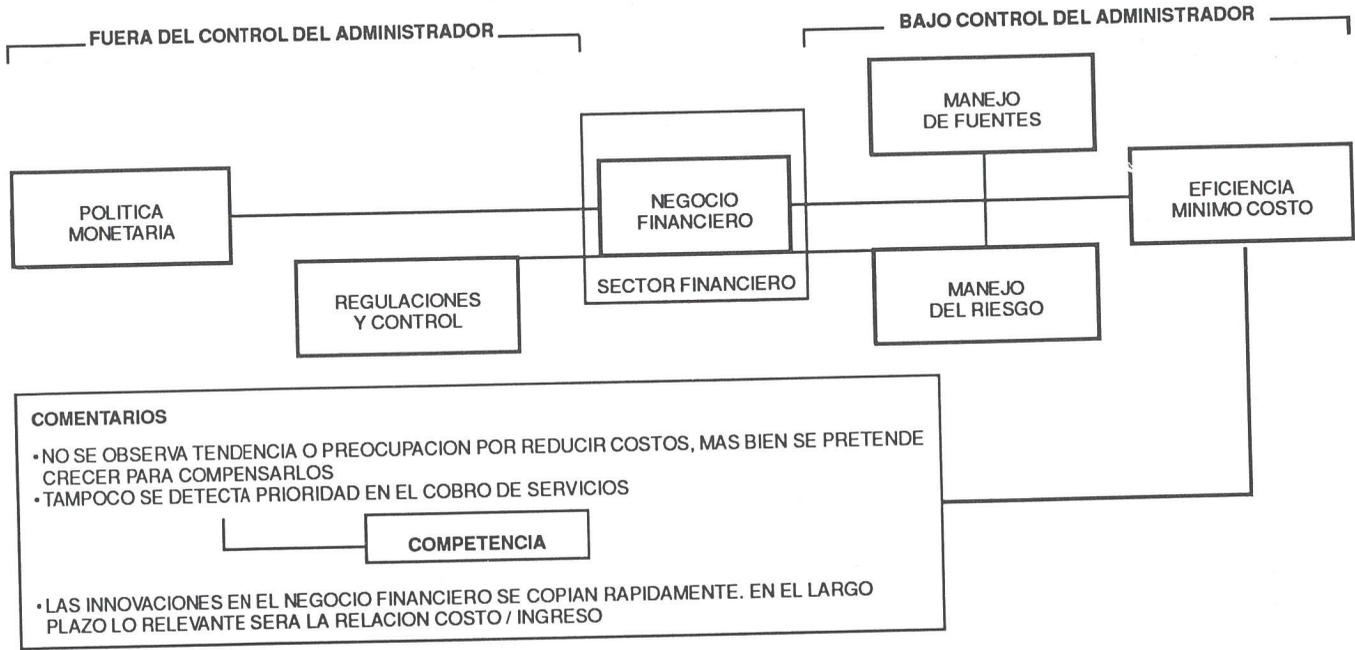
RESULTADOS

- EN PROMEDIO LOS COSTOS FIJOS SOBRE ACTIVOS HAN PERMANECIDO CONSTANTES
- LOS BANCOS TIENEN LA RELACION MAS ALTA DEL SISTEMA, SE EXPLICA POR EL COSTO DE CAPTACION A TRAVES DE CUENTAS CORRIENTES.

MENORES COSTOS
MAYORES INGRESOS

8. EL NEGOCIO EN COLOMBIA

3. FACTORES CRITICOS



Las acciones para contrarrestar estos efectos deben apuntar en dos direcciones. La primera, ampliando el marco de acción, lo que se puede lograr ofreciendo los productos y servicios demandados por el mercado para atraer a los segmentos desertores y modificando las regulaciones para que exista aún a los mercados actualmente prohibidos para algunas de ellas. La segunda, logrando por parte de los administradores un manejo eficiente del negocio. Esto último implica que quienes orientan las entidades entiendan el marco conceptual del negocio financiero, definan su orientación y mercado objetivo, concentren esfuerzos en el manejo de los factores críticos, diferencien entre lo relevante y lo accesorio, sean más exigentes en la selección del factor humano y finalmente, no improvisen.

9. COMENTARIOS FINALES

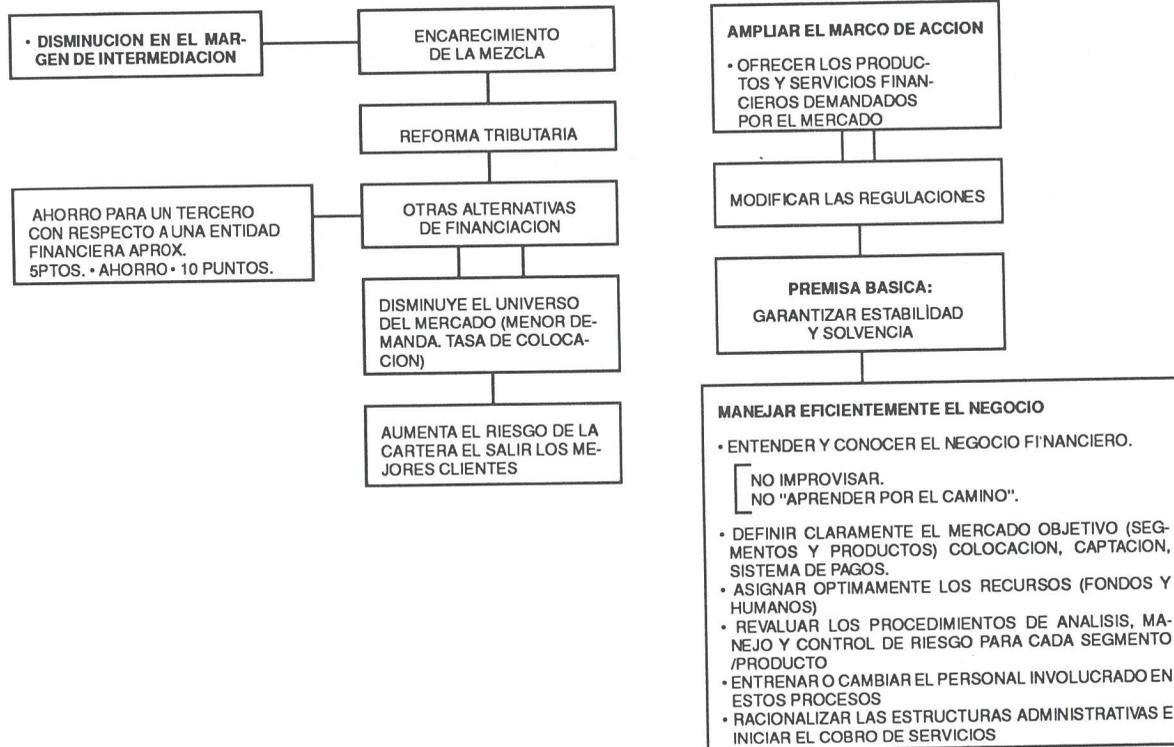
Las posibilidades que se le presentan al negocio financiero en el país, las condiciones de conocimiento y manejo del negocio que deben cumplir sus administradores para aprovecharlas efectivamente y el enfoque y las restricciones impuestas por el marco regulador vigente llevan a identificar la necesidad una revisión juiciosa del sistema financiero colombiano.

Esta revisión debe buscar la determinación del marco de referencia en el que se debe desenvolver el negocio, asignar funciones y responsabilidades a los diferentes agentes que intervienen en él y definir mecanismos efectivos de control y corrección.

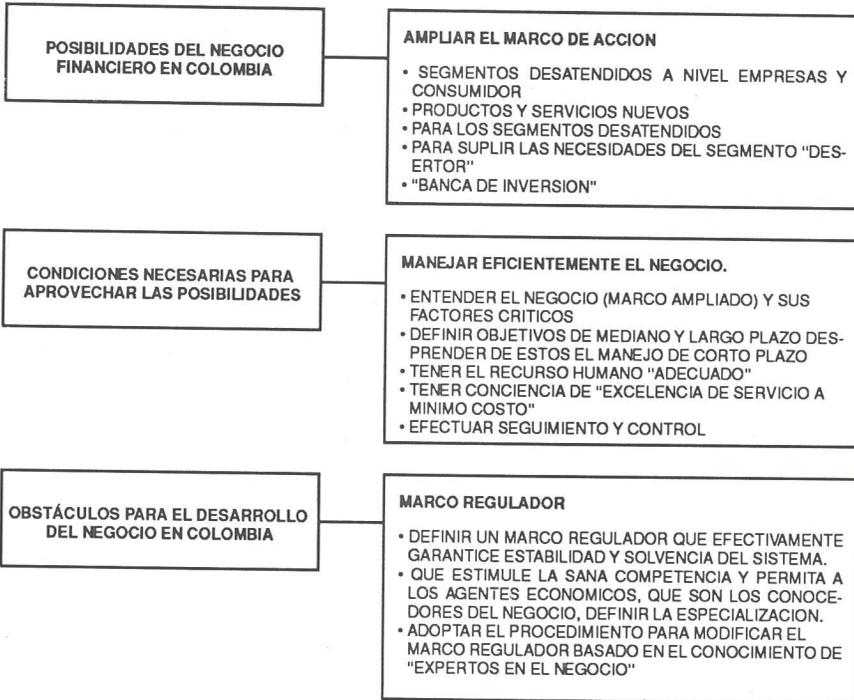
Estos resultados se logran en la medida en que se aunen esfuerzos por parte de las entidades del Gobierno encargadas del manejo de la política económica y monetaria, de las entidades encargadas de las funciones de vigilancia y control y de los conocedores y administradores de éxito del negocio. Esfuerzos aislados únicamente conducen a resultados sesgados, restrictivos o con objetivos particulares.

8. EL NEGOCIO EN COLOMBIA

4. TENDENCIA



9. COMENTARIOS FINALES



EL DESARROLLO DE LA BANCA DE INVERSIÓN EN COLOMBIA

Julio Manuel Ayerbe

El concepto de Banca de Inversión está estrechamente ligado al reto de lograr una mayor eficiencia en la vinculación de ahorro e inversión. Heredera de la tradición de la banca italiana del quattrocento, la Banca de Inversión contemporánea encuentra sus raíces directas en los Merchant Banks ingleses, cuya actividad, como su nombre lo indica, era proveer de liquidez a las empresas de todo tipo mediante la compraventa de valores; no obstante, en claro contraste con las realidades de hoy, no había operaciones hostiles ni competencia a base de velocidad y costo.

El modelo de Banca de Inversión vigente en los mercados financieros internacionales actuales se forjó como fruto de las normas regulatorias de la actividad bancaria en los Estados Unidos durante la época de la depresión, pero podría afirmarse que sólo alcanzó su mayoría de edad en los años ochenta. En efecto, el florecimiento del comercio internacional ha incrementado notablemente la presión sobre los sectores productivos para sobrevivir en un entorno cada vez más competido. Esa presión ha permitido a la Banca de Inversión jugar un papel protagónico en el proceso de restructuración industrial de las economías desarrolladas.

La presente década nos está demostrando el alto grado de interrelación de las economías del mundo y la necesidad de emplear fórmulas creativas para resolver el problema cada vez mayor de la escasez de capital.

PAPEL DE LAS CORPORACIONES FINANCIERAS

En circunstancias de escasez, la eficiencia en la asignación y utilización de recursos es aún más preciosa. En el caso de Colombia el mercado de capitales es muy pequeño, y su crecimiento está limitado, por el ingreso y su distribución, de una parte, y por razones culturales, de otra. Consciente de que el destino de la economía está íntimamente ligado al florecimiento de un sector real eficiente, el Gobierno Nacional ratificó en 1987,

mediante el Decreto 2041, la misión de las Corporaciones Financieras: su campo de acción está, pues, vinculado al diseño y aplicación de instrumentos novedosos para la movilización de recursos adecuados a la naturaleza específica de cada empresa y cada sector industrial. Así las cosas, las Corporaciones Financieras están abocadas a hacer Banca de Inversión.

Las actividades comprendidas bajo el rótulo de Banca de Inversión suponen, en términos generales, la atención a tres grupos de oportunidades:

1. Servir de agente o intermediario para la emisión de acciones, bonos y otros papeles comerciales por parte de las empresas, con la posibilidad de garantizar su colocación mediante contratos de *underwriting* en firme. Los títulos valores emitidos para su compra directa por el público son el más eficiente mecanismo para movilizar capital. Normalmente la primera emisión de bonos de una empresa corresponde a un plan específico de compra de activos fijos, pero, una vez creado el precedente, los papeles públicos deben volverse fuente habitual de fondos. El uso de este recurso implica sin embargo asumir conductas empresariales de largo plazo en temas de trascendencia para la respectiva compañía, como políticas de dividendos y planes de inversión.

Las responsabilidades de emisor y agente son ostensiblemente diferentes de aquellas que trae consigo una financiación por los caminos convencionales. El primero debe presentar con fidelidad su situación, comprometerse con metas cuantitativas y cualitativas que respalden su oferta al mercado, y mantener a éste informado de manera honesta y completa sobre el desarrollo de la empresa durante la vida de emisión.

El segundo debe examinar la situación del emisor con objetividad y juzgarla con el criterio de que sólo un riesgo que él estuviera dispuesto a correr, se puede presentar al mercado. Este nivel de compromiso redundará, estoy seguro, en grandes beneficios para las empresas del país, por las ventajas derivadas de formalizar un plan de trabajo y llevar a cabo el seguimiento, evaluación y ajuste del mismo. Además contribuirá a restablecer la simetría entre los riesgos de empresarios y acreedores, ya que al crecer el endeudamiento de las empresas por la vía de los préstamos, se produce un claro desbalance entre los intereses de uno y otro. Si los resultados son favorables, el intermediario financiero recibe el pago del principal y los intereses, mientras el empresario se queda para sí con la plusvalía. A contrario sensu, cuando los resultados no son positivos, las pérdidas de los acreedores pueden ser mayores que las del empresario. Si parte del endeudamiento se sustituye por recursos del mercado en forma de bonos y si adicionalmente el mercado es eficiente, es decir que "descuenta" las hipótesis de comportamiento del negocio, se equilibra enton-

ces la posición de los intermediarios financieros frente a las de los empresarios, y los inversionistas en bonos obtienen a través del mercado unos rendimientos acordes con la magnitud de sus riesgos.

El papel de la Banca de Inversión para formular la ecuación descrita resulta evidente y su remuneración dependerá de la capacidad de utilizar la información para dar valor agregado a las transacciones.

2. Asesorar o participar directamente en la restructuración de pasivos, y en general, servicios de planificación e ingeniería financiera. De particular importancia en este terreno aparecen la restructuración y canje de obligaciones en moneda extranjera, la conversión de estas deudas por capital, y la evaluación de proyectos.

3. Asesorar o participar directamente en la adquisición, venta o fusión de empresas, o parte de ellas. Puede haber oportunidades no aprovechadas de sinergías tecnológicas, economías de escala, o simples ahorros administrativos a derivarse de adquisiciones o fusiones. Así mismo, pueden plantearse soluciones a las complejidades innecesarias que en ocasiones se desprenden de la cohabitación de varios negocios en una sola empresa. Los conflictos o congestiones por diversidad de mercados, tecnologías y estructuras de costos pueden resolverse por desinversión total o parcial. Puede suceder también que un grupo inversionista desee desplazar sus recursos humanos y de capital de un sector a otro.

No pretendo que el desarrollo de estas actividades sea un privilegio exclusivo de las Corporaciones Financieras. Evidentemente hay un espacio en ellas para las Compañías de Financiamiento Comercial, para quienes se dedican al corretaje de valores, y para las firmas especializadas de consultoría financiera, denominadas "boutiques" en el argot internacional. Tampoco deseo dejar la impresión de que tras el diseño de estructuras contractuales un poco más complejas, las Corporaciones Financieras van tras la colocación fácil de sus propios recursos. Es cierto que los consejos de una Corporación Financiera pueden recibir el respaldo de sus aportes directos de capital, pero la razón de la importancia de este tipo de actividades para las Corporaciones es la oportunidad que brindan para utilizar al máximo la información y el conocimiento de que disponen, para lograr soluciones que se traduzcan en la formación de un sector real sano y vigoroso. De esta suerte, de la esencia misma de las Corporaciones, y a partir de la conjugación de las actividades tradicionales de crédito e inversión con los nuevos servicios financieros, surge un nuevo reto para la banca de inversión: el liderazgo en la promoción de proyectos agrícolas, mineros e industriales.

El papel de líder en las oportunidades de inversión del sector privado es de trascendental importancia para las Corporaciones, en armonía con

la necesidad de generar crecimiento sostenido y bienestar. Esta armonía sólo se logra con un manejo muy profesional de gran cantidad de información.

Respecto al manejo eficiente de información, el Nobel James Tobin tiene unos interesantes conceptos que llegaron a manos más en bibliografía que me proporcionó el Subgerente de Investigaciones Económicas del Banco de la República.

Según Tobin la eficiencia tiene varios significados, siendo las entidades financieras responsables de lo que él denomina "eficiencia funcional". El aporte del sector financiero bajo este rubro se traduce en la "sindicalización de riesgos entre los más idóneos agentes económicos y por lo tanto deseosos de tomarlos, así como la movilización del ahorro para inversión en activos fijos y en talento humano y finalmente el facilitamiento de las transacciones a través de mecanismos y redes de pago".

Parecería presuntuoso que las Corporaciones Financieras, cuyos activos no suman siquiera el 10% del total de activos del sistema financiero colombiano, se abroguen un papel central en la promoción de oportunidades de inversión. Sin embargo, pensar de esta manera es recuperar el sentido y la intención originales: estas pequeñas entidades deben ser instituciones dedicadas a financiar el desarrollo del sector productivo, bajo la hipótesis de que la producción es la clave de la prosperidad. Los activos más valiosos de las Corporaciones son la información que procesan permanentemente y la experiencia de sus organizaciones, forjadas en el análisis del riesgo de largo plazo. Ello las constituye en vehículo idóneo para las misiones importantes, como las transferencias al sector privado del dominio de importantes empresas industriales del Estado y la gestión, desde el lado Colombiano, de futuras conversiones de deuda externa por capital.

Se pregunta: cuál puede ser, entonces, la contribución de la Banca de Inversión, y particularmente de las Corporaciones Financieras, al desarrollo del mercado de capitales? Creo poder responder que es cuádruple:

- Mejorar la eficiencia en el uso del escaso capital.
- Contribuir al enriquecimiento de la gama de opciones disponibles para hacer negocios.
- Ayudar a afinar los criterios para seleccionar proyectos, mejorando la cantidad y calidad de la información disponible para tomar decisiones, tanto por parte de las empresas como por parte del mercado.
- Vincular nuevas empresas al mercado y servir de acceso a nuevos accionistas.

Hay algunas restricciones legales e institucionales para el pleno ejercicio de las actividades de la Banca de Inversión en Colombia: 1) No existe un sistema profesional, de aceptación general, para graduar en forma inde-

pendiente el riesgo en cada empresa, de tal suerte que el público tenga toda la información necesaria. Me refiero a las sociedades de calificación o "rating" de valores. La utilidad de una entidad para el cumplimiento de estos fines estaría sin embargo ligada estrechamente a la existencia de normas estrictas que apoyen el acceso a la información o "full disclosure". 2) Pese a la reducción de la tasa impositiva, subsiste la renuencia a revelar con veracidad la posición financiera de las empresas. 3) Los esquemas que la ley Comercial prevee para regular riesgo y rendimiento son excesivamente rígidos, hasta el punto de precluir las acciones sin derecho a voto, por lo cual apoyamos las iniciativas que tienden a enmendar esta situación. 4) Las Corporaciones Financieras, diseñadas para jugar un papel crucial en todo el proceso, no tienen acceso a actividades de corretaje en Bolsa. Esta observación cobra cierta ironía en el presente contexto, cuando se concluye que es necesario proteger la confianza del mercado mediante la constitución de fondos de garantía en las Bolsas y el paulatino fortalecimiento patrimonial de las firmas dedicadas al corretaje de valores. 5) El régimen concordatario vigente requiere ser modificado y específicamente equilibrar las posiciones de deudores y acreedores, ya que los primeros gozan hoy de unas prerrogativas tales que sumadas a la inoperancia del aparato judicial, generan para los acreedores una clara situación de desventaja. Los episodios recientes en los que el sector financiero tuvo la peor parte, deben servirnos para imaginar lo que sería un trámite concordatario en el que una alta proporción de las acreencias estuvieran representadas por tenedores de bonos. 6) La poca capacidad de los inversionistas institucionales y particularmente de los Fondos de Pensiones, los Fondos de Inversión y los Fondos Mutuos. Aunque estos últimos presentan un resurgimiento importante, debemos recordar que los Fondos de Inversión, afectados por manipulaciones de su portafolio y consiguientemente del valor de las unidades de inversión, enfrentan un relativo descrédito. Los ajustes establecidos por el decreto 2515 de 1987 debían servir de punto de partida para rescatar esta importante forma de asociación de ahorros para destinarlos a la inversión y aprovechar así las consecuencias de la reforma fiscal de 1986.

El florecimiento de las actividades de Banca de Inversión obliga a repasar el siempre vigente tema de la ética. Pese a nuestra firme adhesión a los principios de la libre empresa, debemos poner de presente que el ejercicio de estas líneas de trabajo brinda oportunidades para el uso indebido e incorrecto de información, se presta a engaños, y no está exento de riesgos, particularmente si el banquero incurre en omisiones a la llamada "due diligence" en el desarrollo de su misión.

La Banca de Inversión permite resolver situaciones complejas, pero es

importante recordar que las operaciones financieras no reemplazan la administración: la complementan. El mundo del futuro, tan lleno de peligros y aventuras como el del pasado, exigirá un control más sistemático sobre la información para asegurar veracidad, y hombres de negocios cuya rectitud los mueva a no efectuar operaciones de realización de ganancias especulativas a expensas de la empresa, y en última instancia, de sus acreedores, trabajadores y clientes.

RESPONSABILIDAD DE LAS AUTORIDADES

Me voy a permitir unas observaciones sobre la responsabilidad del Gobierno y la autoridad monetaria en la promoción de la inversión y de las soluciones de mercado:

- Se requiere claridad en materia de régimen sobre inversión extranjera, abandonando nacionalismos atávicos y anacrónicos, pues los países menos desarrollados ofrecen oportunidades de rendimiento superior al de inversiones en países ricos, y pueden por ello captar recursos de capital de riesgo. Esto es de suma importancia, precisamente por ser la escasez de capital el mayor obstáculo al crecimiento. Lamentablemente los criterios del Senador ponente para el proyecto sobre inversión extranjera en el sector financiero, no permiten presagiar que estemos en esa dirección. Produce nostalgia saber que en países como Corea y Tailandia se han podido constituir, con el patrocinio de IFC, Fondos de Inversión para captar recursos de inversionistas institucionales en busca de una dispersión de su portafolio y que tales fondos pueden adquirir libremente acciones en el mercado.
- Debe haber cautela en los cambios de reglas, particularmente en lo atinente a controles de precios y tasas de interés, con el fin de crear un entorno que genere la confianza de los individuos en el retorno de la inversión y en la seguridad de la misma. Los cambios que se introdujeron recientemente a la fórmula de cálculo de la tasa de interés conocida como DTF, que servía de referencia para determinar el costo de mercado para depósitos a 90 días, no contribuyen precisamente a comunicar confianza y estabilidad y alejan las posibilidades de comprometer ahorros a mediano plazo, además de que introducen elementos de fricción en las relaciones entre acreedores y deudores. Ni siquiera un propósito como el de la baja de las tasas de interés justifica a mi modo de ver el procedimiento empleado.
- La privatización de empresas estatales debería constituirse en una verdadera prioridad y dentro de ella abordar sin más demoras la venta de los bancos oficializados. Debe darse por descontado que esta es una tarea

polémica y que los intereses en conflicto producirán mucho ruido y dejarán no pocas cicatrices entre los actores en el proceso, pero las ventajas de toda índole que de allí se derivan justifican con creces la puesta en marcha de un plan en esa dirección.

- El fortalecimiento del aparato judicial para el trámite oportuno de los conflictos civiles y comerciales debería merecer una cuota importante de los recursos del Estado, para que no se generalice el sentimiento de que “justicia demorada es justicia denegada”.

Finalmente, en prenda de nuestra capacidad de aporte me atrevo a comprometer la participación de las Corporaciones en el exámen de las oportunidades del sector productivo y su ordenamiento, con el fin de lograr una divulgación más eficaz y facilitar la asignación de los recursos del sector público en forma acorde con un proceso de desarrollo serio y articulado. No debemos olvidar que el más duro reto que afronta una clase dirigente es la identificación de opciones y su realización en beneficio de todos.

COMO MEJORAR LA EFICIENCIA Y LA COMPETITIVIDAD EN EL SECTOR FINANCIERO COLOMBIANO

Rudolf Hommes R.

EL OLIGOPOLIO FINANCIERO

Un ilustrativo estudio de Rodrigo Suescún en el que se aporta nueva evidencia sobre la existencia de economías de escala en la banca colombiana (Ensayos Sobre Política Económica (ESPE), Banco de la República, No. 12, diciembre de 1987) concluye con el interrogante siguiente: Por qué coexisten en Colombia instituciones financieras grandes y pequeñas, a pesar de existir importantes economías de escala en el negocio bancario? Es muy probable que un análisis detallado indique que hay nichos que ocupan instituciones especializadas y cosas por el estilo que contribuyen a explicar la coexistencia de empresas grandes y pequeñas en los mercados. Sin embargo, dicha coexistencia obedece generalmente a un común denominador, estrechamente ligado a la eficiencia -el tema que nos ocupa. Este común denominador es la falta de competencia dentro del sector. Cuando los mercados están organizados como oligopolios, cuando no hay competencia, no hay incentivos muy grandes para que los grandes crezcan a costa del segmento de mercado de los más chicos, o para que estos se fusionen a fin de aprovechar las economías de escala. En estos mercados coexisten indefinidamente las firmas grandes y las pequeñas, generalmente porque el sistema de precios y de costos les permite a las últimas sobrevivir en un medio en el que las primeras obtienen márgenes cuantiosos, sin necesidad de realizar nuevas inversiones. Claramente, la organización de la producción de bienes o servicios en estos mercados oligopólicos dista mucho de ser eficiente.

La organización del sector financiero colombiano como un oligopolio se puede ilustrar fácilmente. En primer lugar, es casi imposible crear un nuevo banco, o algún otro intermediario de crédito. Adicionalmente, no

se permite el ingreso de bancos extranjeros al país. Los bancos oficiales, que podrían fomentar la competencia en el mercado financiero, se agriman con los intermediarios financieros privados en la Asociación Bancaria, y persiguen políticas y estrategias de precios iguales o similares a las de los entes privados. Por otra parte, 24 bancos comerciales tienen aproximadamente el 60% del mercado financiero institucional, dejándole a más de un centenar de entidades el 40% restante. Cuatro de estos bancos comerciales poseen el 49% de los activos del sistema bancario, excluida la Caja Agraria e incluyendo a la Caja Social de Ahorros (tres de ellos son oficiales, y el cuarto fue devuelto al control del sector privado con mucha vacilación). Estos mismos 4 bancos representan el 44% del patrimonio total del sector bancario, sin la Caja Agraria. Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAVs) dominan el 32% del mercado financiero institucional. Estas 11 entidades están protegidas en este segmento del mercado por barreras casi infinitas de entrada. El 17% del mercado está repartido entre 120 entidades, aproximadamente, de las cuales se destacan las seis corporaciones financieras que tienen acceso a los préstamos del Banco Mundial, a través del Banco de la República; y entre estas seis sobresale una corporación, que tiene el 23% de los activos de las 17 corporaciones financieras incluidas en la muestra de Estrategia (No. 127), y cuyos activos y utilidades son casi el doble de la que le sigue en tamaño. A esta abrumadora evidencia de concentración del poder de mercado en el sector financiero hay que añadirle que el sector público domina el 58.7% de los activos del sistema bancario. Esto representa, de por sí, un enorme obstáculo a la competencia, a menos que el Estado decidiera deliberadamente fomentarla, utilizando su poder de mercado (hasta ahora, exceptuando un breve lapso en los años 70 cuando salieron de la Asociación Bancaria, los bancos oficiales no han tenido entre sus objetivos explícitos o implícitos el de romper el oligopolio, a pesar de que lo podrían hacer fácilmente, ya que tienen la porción más grande del mercado). En ausencia de esta voluntad, la dominación estatal del mercado financiero impide la competencia. Como lo señala Santiago Herrera en el informativo estudio que ha presentado en este simposio (El Mercado de Capitales y la Política Financiera en Colombia), "un mercado en el cual más de la mitad del capital y los activos pertenecen a un solo agente no se amolda a un sistema de competencia, y el incentivo para ingresar al mercado puede verse reducido, en consecuencia". Si no fuera por la independencia con la cual persiguen sus objetivos las distintas burocracias que manejan los bancos oficiales, y porque muy posiblemente estos objetivos son disímiles entre sí puesto que algunos de ellos obedecen a intereses regionales o gremiales, el dominio oficial del sector hubiera inhibido la competencia. En ausencia de una

política deliberada de promoción de la competencia por parte de los bancos estatales, la multiplicidad de centros de decisión del sector público, sin coordinación entre ellos, y la variedad de los objetivos de las distintas burocracias bancarias oficiales, vienen a ser bendiciones disfrazadas porque van en contravía de la hegemonía del sector público en el mercado financiero.

Otro test del grado de concentración del poder de mercado son los elevados márgenes de los intermediarios (superiores a 10 puntos anuales, en la actualidad) para los préstamos que no son de fomento, y el comportamiento de la banca nacional cuando enfrenta la competencia de la banca extranjera. Tal como lo ha señalado Alberto Musalem en un estudio inédito que realizó para el Banco Mundial en 1987 ("Colombia, A Dynamic Open Economy-Macroeconomic Policy Framework and Resource Mobilization"), los bancos colombianos elevan sus márgenes cuando se restringe el crédito externo y no tienen que enfrentar la competencia de los préstamos directos de los bancos extranjeros a las empresas productivas. En otras palabras, cuando hay acceso del sector privado al crédito externo, los bancos colombianos son seguidores de precio, acomodando sus márgenes para prestar a tasas de interés cercanas al costo internacional de capital. Cuando el mercado de crédito internacional está restringido, los banqueros nacionales imponen el precio, generalmente con márgenes más altos. Si este comportamiento parece natural, nótese, para establecer el contraste entre un mercado competido y uno que no lo es, que en los mercados de europréstamos, generalmente caían los márgenes (el spread sobre LIBOR) cuando subían las tasas de interés, y viceversa.

LA INEFICIENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

La observación de Musalem, además de ser pertinente para demostrar la existencia de estrategias no competitivas de fijación de precios, sirve para destacar el problema. El oligopolio es socialmente menos deseable que un sistema competitivo porque ofrece generalmente menos bienes, o servicios en este caso, a mayores precios (la aparición de un peluquero captando varios centenares de millones, o de una tendera con captaciones que se acercan a mil millones de pesos, no se explican sino como consecuencia de la restricción oligopólica de la oferta de servicios bancarios). Esto, por sí solo es ineficiente desde el punto de vista de la sociedad, y por eso se requiere la acción del Estado para dismantelar a los oligopolios, o para reglamentarlos. Pero por otra parte, el oligopolio puede ser aún más nocivo, cuando los precios más elevados que resultan de esta organización del mercado también fomentan otro tipo de ineficiencia, —la de

costos—. En ese caso, el poder del mercado no se utiliza para generar mayores excedentes, sino para sostener dicha ineficiencia. Las estadísticas que tenemos a la mano parecen señalar que esta es precisamente la situación que mejor describe la organización del sector financiero colombiano. Por ejemplo, los costos de intermediación del sector bancario colombiano son muy elevados en términos internacionales comparativos. En los países que poseen una banca desarrollada los costos de operación de los bancos comerciales oscilan generalmente entre 2-2.5% sobre el total de activos (Musalem, op. cit); y en países de desarrollo similar al nuestro, el rango va de 3-5%, siendo cercanos al 3% los sistemas bancarios más desarrollados. Como se puede observar en el anexo, los costos promedio de operación del sistema bancario colombiano (4.8% anual sobre activos totales) se acercan a los de los sistemas financieros más ineficientes en países de desarrollo similar. Esto, sin tener en cuenta que el elevado nivel de activos improductivos (más del 35% de los activos) hace que la relación de costos operativos a activos totales subestime la ineficiencia de nuestro sistema bancario, en términos comparativos. Esta ineficiencia lleva a que los bancos tengan márgenes implícitos de interés (diferencia entre los ingresos financieros como proporción de los activos productivos y el costo promedio de los pasivos) que pueden exceder 15 puntos anuales, en la actualidad, y a que, a pesar de ello, la utilidad patrimonial promedio del sistema sea cercana a cero.

Conviene destacar también que los bancos mixtos, con acceso a tecnologías bancarias más modernas, no parecen utilizar dicho acceso privilegiado, ya que operan con los mismos niveles de ineficiencia de costos de todo el sistema. La moraleja que se deriva de esta observación no es que la inversión extranjera no contribuye al cambio tecnológico, y que por lo tanto no debe permitirse, como acostumbran argumentar los representantes de un populismo financiero nacionalista muy nuestro (entre quienes me contaba con fervor en 1975), sino que el inversionista extranjero se comporta en un mercado sobreprotegido y poco competitivo como cualquier otro capitalista, buscando maximizar el beneficio por peso ya invertido. Si se abre el mercado, y se estimula la competencia, estos inversionistas se verán obligados a defender su porción del mercado con cambio técnico y forzados, en consecuencia, a invertir, decisión que a nadie le gusta y que es innecesaria en los mercados oligopólicos, durante períodos excesivamente prolongados.

Las estadísticas muestran otra área débil de nuestro sistema financiero e indican que en el pasado, las administraciones bancarias fueron ineficaces, al más alto nivel —el de fijación de las políticas a seguir. En efecto, Santiago Herrera, en el estudio ya referido, muestra por ejemplo, cómo

durante la época de sobrevaloración de nuestra moneda se incrementó la proporción del crédito dirigido al sector productor de bienes no comercializables (Cuadro 10 del estudio citado). Dicha proporción pasó de 41% en 1974 a 48% en 1980 a 56% en 1984, cuando alcanzó su pico. Desde entonces ha descendido moderadamente. Este comportamiento indica que los gerentes y directores de los intermediarios padecieron de miopía de planeación, pues no previeron que los sectores más favorecidos con la sobrevaloración del peso, los de bienes no comercializables, iban a ser afectados negativamente una vez se produjera el ajuste, y se corrigiera la tasa de cambio. No es sorprendente entonces encontrar niveles tan elevados de cartera contaminada o mala como los que muestran en el anexo. Si los directivos bancarios no incorporaron a las políticas de crédito la devaluación que tendría que venir inexorablemente, mucho menos estaban en capacidad de antever la recesión de la primera mitad de este decenio, y la crisis financiera. En este campo, y en el de la utilización de activos es donde se diferencian los bancos mixtos de los nacionales, como regla general, y los privados de los públicos (no se consideran para esta comparación los oficializados, pues son los más ineficientes, puesto que de lo contrario continuarían en el sector privado). Los bancos mixtos muestran un nivel de utilización de activos (activos productivos como proporción de los activos totales) muy superior al del resto del sistema, y un record de cartera mala y dudosa como proporción de la cartera total que es comparable al de la banca privada nacional, aunque ligeramente mejor. Los bancos oficiales tradicionales muestran una proporción de cartera mala muy superior a la de la banca privada, aunque considerablemente inferior a la de los bancos oficializados. Finalmente, los bancos mejor capitalizados son los mixtos y los privados. Mientras que los bancos oficializados tienen cartera vencida y deuda de dudoso recaudo neta de provisiones en montos superiores a su patrimonio más el capital garantía, y en el caso de los oficiales tradicionales esas deudas representan más del 50% del patrimonio, en los bancos privados llegan al 24%, y al 23% en los mixtos. En consecuencia, los bancos oficializados tienen contaminada una porción de su cartera que excede su patrimonio y el capital garantía, amenazando demandar nuevos y crecientes recursos fiscales o monetarios. Los bancos oficiales tradicionales están subcapitalizados, indicando que el Estado no cumple con los preceptos que le predica al sector privado. Finalmente, si bien la proporción de cartera contaminada a patrimonio en los bancos privados indica que no hay holgura y que se requiere aumentar el patrimonio de estos bancos para reducir el riesgo de operación, existe una gran diferencia entre ellos y los oficiales. Ello parece indicar que las políticas de crédito de los bancos privados que sobrevivieron la crisis como tales

fueron más exitosas que las de la banca oficial, o sea, que en el margen, la banca privada bien manejada es un poco más eficiente que la pública.

Lo que sí vale la pena destacar es que las CAVs son, en promedio, más eficientes que los bancos y los demás intermediarios de crédito desde el punto de vista de sus costos de intermediación (sus costos de operación están por debajo del 3% de los activos). Estas instituciones compiten en el mismo mercado de los bancos por los recursos de corto plazo y están sometidas a una mayor reglamentación (aunque realizan menos inversiones forzosas que los bancos). Una curiosa hipótesis surge de esta observación: desde hace muchos años, las CAVs han sido sometidas a una sobrerregulación que les establece, en la práctica, cuáles son los márgenes máximos que pueden obtener (se reglamentan las tasas de captación y de colocación, y la composición del portafolio). Es posible que este control de los márgenes haya inducido una mayor eficiencia y una mejor tecnología. En consecuencia, es posible que una política indicativa para el sector bancario, que señalara márgenes máximos sobre las tasas libres de captación podría inducir una mayor eficiencia de costos por parte de los intermediarios. Una medida de esta naturaleza se justificaría también como regulación del oligopolio financiero.

Un análisis de la eficiencia del sector financiero no puede concluir sin anotar que dicho sistema no hubiera sobrevivido la crisis de este decenio sin la acción decidida, primero del Banco de la República, y después del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras. Es cierto que el servicio prestado por estas dos instituciones benefició al sistema económico, pero no lo es menos que principalmente se tradujo en beneficio para los bancos privados que sobrevivieron a la crisis. Sin el apoyo brindado por el Estado a las instituciones que tuvieron que ser oficializadas, —a las ovejas negras del sistema—, no sólo estas se hubieran hundido, sino que no hubiera alcanzado el patrimonio de las demás entidades privadas para sostenerlas ante una corrida generalizada de depósitos. Los bancos que hoy reparten dividendos o los capitalizan, y principian a mostrar una situación económica más holgada, pueden hacerlo porque el Estado no dejó hundir al Banco de Colombia, o al Banco del Comercio, o al Banco de Bogotá. El costo de este rescate lo pagamos principalmente los consumidores, y lo pagaron todos aquellos colombianos que no se beneficiaron de los programas que el Gobierno hubo de sacrificar en su momento para rescatar al sistema financiero. Por eso cuando los gremios de banqueros le prestaron todo su concurso a los abogados contratados ad hoc para demandar ante el Concejo de Estado el cobro del seguro de depósito de ahorradores, abrieron el camino para que se le pase la cuenta a los verdaderos usufructuarios de la acción del Fondo de Garantías. Este le ha dado cobertura

gratuita a todo el sistema, permitiendo que los accionistas de los bancos se apropien el beneficio de esta cobertura. Como el Concejo de Estado determinó que dentro del marco legal existente no se puede cobrar la prima a los ahorradores, entonces hay que proponer al Congreso, por razones de eficiencia y de justicia distributiva, que autorice cobrarle a las instituciones financieras afiliadas al Fondo de Garantías de Instituciones Financieras las cuotas que permitan cubrir la deuda de dicho Fondo en un período de tiempo superior a 5 años, y que le den margen de maniobra para cumplir con su mandato (en otras palabras, el seguro de depósito que deberían pagar los intermediarios debe reportarle al Fondo entre \$7.000 y \$8.000 millones el primer año (menos que el 0.5% de los cuasidineros), y crecer ligeramente por encima de la inflación. En los Estados Unidos, el FDIC pagó, con cargo a las primas de seguro, los créditos que habían recibido de los bancos de la Reserva Federal. Cuando generó un superávit, lo pudo devolver a sus asegurados, hasta que fue necesario utilizar los recursos para la ola más reciente de rescates. Algo similar está sucediendo con el Fondo de Garantías de España. El argumento de que pagan justos por pecadores si se cobra el seguro del depósito, o si se usa el recaudo para cancelar deudas es falaz. Los pecadores perdieron sus capitales, y los justos los conservaron y acrecentaron gracias a la acción del Estado. Es eficiente, y justo además, que estos beneficiarios del servicio le restituyan al Estado y a los contribuyentes este beneficio, pagando una prima de seguro que debe fijar el Congreso.

PROPUESTAS PARA AUMENTAR LA EFICIENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

COMPETITIVIDAD

Es indispensable que se reconozca la necesidad de fomentar la competencia en el mercado financiero. Para lograrlo, se requiere, ante todo, reducir las barreras de entrada, permitiendo que ingresen bancos internacionales de primera línea al mercado, o que aumenten su participación los que ya operan en él. El ingreso de estas instituciones al mercado nacional o los aumentos de capital y de participación en los bancos mixtos deberían estar condicionados a que promuevan la competencia. La reglamentación debería preocuparse menos sobre la composición accionaria de los intermediarios en los cuales existe inversión extranjera, y más por debilitar la estructura oligopólica del mercado. Por ejemplo, no tiene sentido insistir tercamente que los bancos extranjeros no pueden poseer más del 49% de

los intermediarios que operan en Colombia. Esta doctrina está basada sobre el supuesto falso de que el capital nacional se comporta en forma diferente al extranjero (que no hay fuga de capitales), lo cual riñe con la teoría de movimientos de capital, y con la evidencia empírica, particularmente la de los últimos 13 años. En lugar de prohibir que algún banco extranjero pueda poseer más del 51% de las acciones de un intermediario financiero que opere en Colombia (criterio que no reporta ningún beneficio económico medible) se podría aprovechar el deseo de bancos extranjeros de primera línea de operar subsidiarias en Colombia para promover la competencia. Esto se lograría si se estipula que los bancos extranjeros pueden poseer más del 51% del capital de un intermediario financiero, siempre y cuando el capital de este intermediario sea superior o igual en todo momento al patrimonio promedio de los 4 bancos privados más grandes, y si absorbe por fusión a alguno de los intermediarios pequeños que contribuyen a la atomización del mercado, e inhiben la competencia. De igual manera, se podría permitir que los grupos financieros que dominan a las corporaciones financieras más exitosas, o que se destacan en otras actividades económicas, adquieran alguno de los bancos pequeños oficializados, si aceptan el compromiso de aumentar el capital de dicho banco al nivel del promedio de los seis bancos privados más grandes, y si absorben a alguno de los intermediarios más pequeños. Dentro de la misma filosofía se debería permitir la aparición de nuevos bancos comerciales privados, u otro tipo de intermediarios financieros, siempre y cuando el capital de la nueva entidad la coloque entre los 6 o 7 primeros de su categoría, y por supuesto si se cumplen todas las condiciones de idoneidad y probidad de los presuntos socios y administradores que exige la Superintendencia Bancaria. Este tipo de acciones no garantiza la competencia perfecta, puesto que por su carácter de servicio público, por la responsabilidad que existe de proteger al público ahorrador, y por las economías de escala del negocio bancario, se trata de una actividad regulada, en la que la competencia tiene lugar entre unos pocos actores. Pero permitir el ingreso al mercado de nuevos intermediarios grandes, induciendo la fusión de los pequeños, sí crearía las condiciones para diluir el poder de mercado en el sector financiero, que está excesivamente concentrado en la actualidad. Si se siguieran las recomendaciones anteriores, el Banco Internacional tendría que aumentar su patrimonio en \$12.500 millones —más que triplicarlo, para que su inversionista extranjero obtuviera el permiso de aumentar su participación accionaria. Esto exigiría un compromiso con el país y con la estrategia corporativa que garantizaría la seriedad de las operaciones futuras y el aumento de competencia en el mercado que se necesita.

LOS BANCOS OFICIALES.

Es indispensable que el sector público adquiera conciencia de que puede y debe promover la competencia a través de los bancos estatales. Para principiar, bastaría que los bancos oficiales establezcan sus márgenes independientemente, no participen en reuniones gremiales encaminadas a pactar condiciones financieras uniformes, sino que actúen siempre con el objetivo de ganar participación por mecanismos de mercado. Paradójicamente, a la vez que compite, el sector público debe buscar la manera de reducir su excesiva ventaja, vendiendo el interés que posee en bancos que están saneados, o que son sanos. Por ejemplo, no existe razón alguna para que el sector público conserve las acciones del Banco Gaudero, cuando las podría vender con relativa facilidad en la Bolsa. Por otra parte, algunos de los bancos nacionalizados ya están capacitados para andar solos después de los significativos esfuerzos públicos que se han hecho para sanearlos. Uno de ellos es el Banco de los Trabajadores, que está ya en condiciones de ser subastado al sector privado. El Banco de Colombia podría salir también al mercado en un término menor a un año. A pesar de la enorme porción de sus activos que es improductiva, el Gobierno lo dotó de recursos baratos que le permiten sobrellevar la carga de sus activos improductivos. Mientras más rápido salga este banco al mercado, mayor será la probabilidad de que no tenga que recurrir nuevamente al Fondo o al Banco de la República para macrocapitalizaciones adicionales. Eventualmente, también habrá que buscarle dueño al Banco del Comercio y fusionar al Tequendama con algún otro banco público o privado. La función del Fondo de Garantías es liquidar los activos que adquiere, al menor costo posible para el público, y ello implica un interés institucional de vender, apenas sea posible, los bancos que posee.

REGLAMENTACIÓN DEL MARGEN OLIGOPÓLICO

El Gobierno tiene facultades para afectar los márgenes financieros del sector bancario. Si se supone que una situación normal es de libertad de las tasas de interés, la intervención del Estado, la regulación, tendría que dirigirse a controlar los márgenes que pueden cobrar los intermediarios, buscando su reducción paulatina. Las CAVs han demostrado que pueden operar con mayores niveles de eficiencia dentro de un régimen de sobreglamentación. Sin pretender que se encasille a otros intermediarios en un régimen similar pienso que la eficiencia y competitividad del sector se mejorarían si se le fija un tope al margen admisible sobre la tasa de captación promedio, y si se reduce este tope suavemente, año tras año, para inducir una mayor eficiencia de costos y la expansión o fusión de intermediarios, en busca de economías de escala. Una medida de esta

naturaleza tendría que ir acompañada de otras que liberen a la banca, también gradualmente, de la carga de las inversiones forzosas.

SEGURO DE DEPÓSITO Y CLASIFICACIÓN POR EL RIESGO

Una condición necesaria para que se liberalice la actividad financiera es que el Estado deje de subsidiar a los intermediarios privados otorgándoles carta blanca para operar, cobijados por un amplísimo seguro de depósito, sin costo alguno. La existencia de este tipo de cobertura total gratuita es un estímulo a la ineficiencia pues premia a los más incapaces. Mientras exista este seguro generalizado, los ahorradores no tendrán que discriminar entre los buenos y los malos intermediarios, porque al intervenir el Estado para respaldarlos a todos, homogeniza el servicio financiero, absorbiendo los costos de los más ineficientes. Claramente, esta situación dista mucho de la de un mercado competitivo porque los intermediarios más ineficaces no tendrán que soportar las consecuencias de su incapacidad para competir, ya que el Estado paga por los platos rotos. Por este motivo, el mismo sector financiero debería proponer que se estableciera en la Superintendencia Bancaria un procedimiento trimestral de evaluación de los intermediarios financieros que integre criterios de solvencia, liquidez, eficiencia, rentabilidad y calidad de la cartera, y que le suministre los resultados de este análisis al Fondo de Garantías para que esta entidad califique a las entidades financieras y haga públicos dichos análisis. El progreso que está mostrando la Superintendencia en sus programas de unificación de cuentas y de calificación de cartera la habilitará para realizar fácilmente el trabajo que se requiere para que el Fondo efectúe la clasificación de los intermediarios. Esta calificación trimestral podría servir de base para que el Fondo de Garantías, debidamente autorizado por el Congreso, estableciera primas diferenciales para los distintos rangos de la calificación.

LEGISLACIÓN

En este momento existe la oportunidad dorada para obtener la legislación que se requeriría para fomentar la competencia y aumentar la eficiencia del sector financiero colombiano. Bajo el auspicio de los ministros de Hacienda y Desarrollo se ha vuelto a presentar a la Cámara de Representantes el proyecto de ley número 80 de 1988 con el cual se busca modificar el régimen de inversión extranjera en el sector financiero y se aspira a facilitar el ingreso de dicho capital. El ponente del proyecto es Hernando Agudelo Villa, quien lo ha propuesto a la Cámara con algunas modificaciones importantes, que incluyen algunas normas para reformar y financiar al Fondo de Garantías. Aunque los dos proyectos contienen

elementos muy atractivos, y el del Gobierno liberalizaría las normas para la inversión extranjera, ambos le prestan una excesiva importancia a la composición de la propiedad por parte de extranjeros. El proyecto del ponente contiene adicionalmente criterios de nacionalismo económico muy respetables, pero de valor eminentemente emocional. La lectura de la ponencia para el primer debate del proyecto deja una inquietud fundamental: si la actividad financiera se ejerce en virtud de una concesión revocable del Estado, por qué tanta preocupación sobre la propiedad de las instituciones financieras? Si el Estado se reserva el privilegio de otorgar y revocar las licencias de funcionamiento y reglamenta la actividad bancaria puede adoptar reglas muy liberales respecto a la nacionalidad de los propietarios de los bancos. Por otra parte ni la iniciativa del Gobierno, ni la modificación del ponente le dan consideración alguna al papel que puede desempeñar la inversión extranjera, debidamente reglamentada, como agente promotor de la competencia y el cambio técnico en el sector financiero, ni reconocen que la composición accionaria de los bancos mixtos puede inhibir la inversión e impedir la capitalización de esas entidades, lo cual también impide que ellos puedan crecer para competir más activamente. Estas consideraciones llevan a recomendarle al exponente de este proyecto que proponga que se liberalice el acceso del capital extranjero en términos de la composición de la propiedad y que más bien se hagan exigencias sobre el tamaño mínimo de las entidades con inversión extranjera para que se aprovechen las economías de escala, tal como se discutió anteriormente. En la ponencia se afirma que la cuantía de capital extranjero que se puede esperar es muy modesta. Si es así, entonces para quién son las restricciones, y dónde está el peligro? Si el capital extranjero no quiere hacer los aportes de capital que se necesitan para aumentar la lista de los bancos grandes, entonces que se vincule a los bancos mixtos. Pero si desea tomar el riesgo de crear un banco o una corporación financiera grande, competitiva, entonces hay que dejarlo actuar y no restringirlo con exigencias sobre la asociación con inversionistas nacionales. Finalmente, Agudelo Villa propone ampliar el proyecto de ley para reformar al Fondo de Garantías, para impedir la "reprivatización apresurada" de los bancos oficializados, y financiar al Fondo. Se está desperdiciando la oportunidad para crear un seguro de depósito que responda a las exigencias técnicas y de justicia distributiva ya anotadas. En cuanto a la reprivatización apresurada de las instituciones financieras se debe recordar que entre más tiempo permanezcan en manos del Estado, más improbable será que se vendan, y mayor la demanda de recursos fiscales o monetarios. Paradójicamente, le cuesta menos al Estado vender barato ya, que vender más caro en el futuro.

ANEXO 1

INDICADORES DE EFICIENCIA DEL SECTOR BANCARIO COLOMBIANO

Datos Semestrales	1986 I	1986 II	1987 I	1987 II	1988 I
Margen Implícito de Interés¹					
Sistema Bancario	6.8%	7.6%	7.5%	7.9%	7.7%
Bancos Oficializados	5.2%	7.1%	6.5%	8.5%	8.5%
Bancos Oficiales Tradicionales	6.8%	7.2%	7.4%	7.3%	7.5%
Bancos Privados	7.4%	7.5%	8.1%	8.2%	7.7%
Bancos Mixtos	7.4%	7.9%	7.5%	8.2%	6.6%
Margen Financiero Neto / Activos Productivos					
Sistema Bancario	3.0%	4.3%	3.9%	4.1%	4.1%
Bancos Oficializados	-3.4%	1.4%	-1.3%	-1.0%	-0.4%
Bancos Oficiales Tradicionales	4.3%	4.7%	4.9%	4.8%	4.7%
Bancos Privados	4.5%	4.9%	4.9%	5.2%	5.3%
Bancos Mixtos	5.3%	5.3%	5.0%	6.0%	5.0%
Utilidad Patrimonial					
Sistema Bancario	-11.2%	3.3%	-0.9%	6.5%	0.4%
Bancos Oficializados	-72.7%	-14.8%	-36%	-21.7%	-36.6%
Bancos Oficiales Tradicionales	7.1%	6.0%	10.0%	10.3%	5.4%
Bancos Privados	11.6%	13.6%	10.3%	25.0%	18.7%
Bancos Mixtos	13.4%	13.0%	11.3%	16.4%	11.3%
Gastos Operativos / Activos Totales					
Sistema Bancario	2.4%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%
Bancos Oficializados	2.3%	2.0%	2.0%	2.1%	1.9%
Bancos Oficiales Tradicionales	2.6%	2.9%	2.6%	2.5%	2.7%
Bancos Privados	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%
Bancos Mixtos	2.4%	2.3%	2.4%	2.5%	2.8%
Activos Productivos / Activos Totales					
Sistema Bancario	67.5%	64.1%	63.5%	65.7%	64.5%
Bancos Oficializados	65.2%	52.3%	53.0%	52.1%	49.1%
Bancos Oficiales Tradicionales	68.1%	67.7%	66.0%	69.5%	66.8%
Bancos Privados	66.6%	65.7%	64.9%	67.4%	68.6%
Bancos Mixtos	73.2%	70.2%	70.8%	72.8%	76.5%
Cartera Vencida + DDR Brutas / Prest. & Desc.					
Sistema Bancario	20.2%	18.2%	17.7%	14.6%	13.9%
Bancos Oficializados	42.2%	40.6%	39.0%	34.8%	31.8%
Bancos Oficiales Tradicionales	17.7%	15.5%	14.5%	12.1%	12.4%
Bancos Privados	9.9%	9.1%	9.3%	7.2%	6.8%
Bancos Mixtos	7.4%	6.9%	7.3%	7.2%	6.3%
Cartera Vencida + DDR Netas / Patr. + Cap. Gar.					
Sistema Bancario	129.7%	51.9%	57.1%	42.9%	42.0%
Bancos Oficializados		102.8%	167.5%	77.5%	113.4%
Bancos Oficiales Tradicionales	87.9%	62.5%	64.4%	52.2%	54.4%
Bancos Privados	37.0%	29.1%	29.9%	25.8%	24.3%
Bancos Mixtos	30.3%	27.5%	32.0%	33.9%	23.7%

Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Investigaciones Económicas.
ESTRATEGIA No. 127

1. (Ingresos Financieros / Activos Productivos) - (Egresos Financieros / Pasivos)

LA REGULACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO: ¿CONFLICTO ENTRE LOS OBJETIVOS E INSTRUMENTOS LEGALES?

Hugo Palacios Mejía

PROPÓSITO

Agradezco mucho a la Asociación Bancaria y a Carlos Caballero, la oportunidad de estar hoy con ustedes. Trabajé mucho con el Dr. Caballero cuando él y yo proponíamos, cada semana, en la Junta Monetaria, toda clase de regulaciones para el sistema financiero. Por eso no puedo menos que acompañarlo también ahora en su preocupación por los problemas que ocasiona al sector la abundancia y la frecuencia de las regulaciones estatales. Y para buscar alguna excusa a nuestras regulaciones de ayer, y algún apoyo a nuestras preocupaciones de hoy, uno de mis propósitos ahora será examinar cuándo y por qué se justifican las regulaciones sobre el sistema financiero.

Todas las regulaciones obligan a quienes están sujetos a ellas a incurrir, por lo menos, en costos administrativos; la mayoría ocasiona riesgos legales; algunas implican verdaderos impuestos. Es muy cálida, pues, la preocupación por saber si todas esas regulaciones y sus cambios son inevitables; o si, por el contrario, el sistema podría estar menos regulado, y cómo. Con mayor razón cuando, en otros países, se ha puesto en marcha una tendencia hacia la “desregulación” del sistema financiero.

Me propongo mostrar cómo uno de los objetivos naturales del sistema, a saber, la confiabilidad en las instituciones que lo componen, justifica unas regulaciones, que deberían ser muy estables. Pero quiero mostrar también que al sistema se le asignan muchos otros objetivos, políticos y administrativos, que ocasionan regulaciones adicionales y cambiantes, y

que perjudican su eficiencia como distribuidor “neutral” de recursos. Y que las dificultades que surgen de esa proliferación de objetivos se compli- can aún más porque existen múltiples normas constitucionales y legales que dan instrumentos a diversas autoridades para actuar respecto al sis- tema; y porque la jurisprudencia de los más altos tribunales, favorece y legitima su uso como instrumentos de regulación. Pero, para que el Dr. Caballero pueda mirar el asunto con un razo de esperanza, me atreveré a insinuar algunos pasos que se podrían dar en busca de soluciones.

Voy a tratar el tema, ante todo, desde un punto de vista normativo y valorativo y, por razón misma del asunto, tendré que hacer varias referen- cias a sus aspectos constitucionales, administrativos y legales. Pero, para no espantarlos, no voy a penetrar en todos los matices y sutilezas propios de la metodología jurídica. En síntesis, quiero darles un motivo de re- flexión, aunque la metodología del trabajo no amerite una carta de felicita- ciones del Embajador Cepeda.

LA JUSTIFICACIÓN DE LAS REGULACIONES: COMPORTAMIENTO, ESTRUCTURA Y VIGILANCIA

Los economistas se han puesto de acuerdo en algunas cosas; y una de ellas consiste en que un sistema financiero organizado es indispensable para avanzar en el desarrollo económico. Se busca que el sistema finan- ciero reciba los ahorros de las personas que tienen excedentes, y que los canalice hacia las que tienen necesidad de recursos, capacidad para hacer- los rendir, y posibilidad de devolverlos. El banquero se encarga de atraer al ahorrador y de buscar un buen prestatario; por cumplir esa delicada tarea obtiene una utilidad consistente en la diferencia entre la tasa a la cual capta, y a la tasa a la cual presta. La tasa de interés es el elemento que racionaliza el mercado: el ahorrador lleva su dinero al sitio donde mejor lo remuneran, y el empresario lo toma en donde le resulta más barato, hasta que, en un mercado libre, surge una tasa que equilibra los recursos disponibles con la demanda por recursos. Esa tasa, en principio, debe ser superior al nivel de inflación, para que el ahorrador se sienta estimulado a mantener su dinero en el sistema; pero inferior a la tasa de rendimiento que los empresarios pueden obtener en sus negocios, para que se les justi- fique tomar el préstamo. Tal es el abc de la operación del sistema finan- ciero.

La sociedad tiene, entonces, un interés natural en el funcionamiento adecuado del sistema financiero. Para ello, el primer requisito consiste en que las instituciones que componen el sistema sean dignas de confianza, lo cual depende, ante todo, de su solidez y liquidez. En segundo lugar, se

requiere que el sistema sea eficiente, es decir, que sea capaz de estimular el ahorro y de llevarlo a quienes lo pueden hacer rendir más. Confiabilidad y eficiencia son, entonces, los objetivos naturales que debe buscar un sistema financiero.

En el siglo V, un extraordinario obispo africano sostuvo que la inteligencia y la voluntad del hombre estaban viciados por el pecado original y que, por eso, se requería que las regulaciones estatales suplieran las deficiencias de una y otra; no sé que piensen sobre el tema los obispos de hoy, pero creo que los laicos entendemos, sin remontarnos al pecado original, y con sólo mirar los pecados recientes de algunos financistas, que para garantizar la confianza en el sistema se necesita de una buena dosis de regulaciones estatales.

De qué regulaciones hablo? De las que miran a proteger la confianza en el sistema que, como decía atrás, depende ante todo de su solidez y de su liquidez. No se necesita ser un lince para averiguar cuáles son. Entre las más obvias figuran las que impiden que las instituciones financieras se endeuden demasiado con el público. Y las que las obligan a examinar los riesgos, y a realizar los préstamos atendiendo a los méritos de la solicitud, sin favoritismos con los accionistas, los parientes, o los funcionarios del banco. Y las que les prohíben poner todos los huevos o los préstamos en una sola canasta. Y las que les recuerdan que no se puede prestar a largo plazo el dinero que uno ha recibido con la condición de devolverlo pronto. Todo ésto es elemental; sin embargo, puedo decirles, después de mi experiencia como banquero central y como Ministro de Hacienda, que ha sido el quebranto de estas antiguas reglas lo que llevó a la crisis financiera de la primera mitad de los ochenta. No hay ningún pecado nuevo bajo el sol.

Por supuesto, no basta con establecer unas reglas de “comportamiento” a los banqueros. Es preciso además, diseñar otras, relativas a las “estructuras” de las instituciones; el propósito sería que las reglas sobre las “estructuras” facilitaran la observancia de las reglas sobre el “comportamiento”.

En algunos países y, ciertamente en Colombia, las reglas sobre la “estructura” del sistema financiero apuntan en el sentido de tener diversos tipos de instituciones financieras, especializadas en ciertas clases de operaciones. En algunos países, y especialmente en los Estados Unidos y en el Reino Unido, ha habido un importante movimiento legislativo y jurisprudencial reciente, para buscar “estructuras” financieras menos especializadas, capaces de ofrecer más servicios financieros. A este movimiento se le ha dado el nombre, bastante inexacto, de desregulación”. Y les digo inexacto porque la verdad no es que en ninguno de estos dos países haya

hoy, o se espera que haya, menos regulaciones que antes sobre el sector financiero; lo que ocurre es, simplemente, que hay unas regulaciones distintas, y mayor amplitud funcional y geográfica en cuanto al tipo de operaciones que pueden realizar las instituciones del sistema.

Junto a las regulaciones del “comportamiento” de los banqueros, y las de la “estructura” de sus instituciones, hay otras relaciones con la “vigilancia” sobre unos y otros. Es decir: hay unas normas cuyo propósito consiste en facilitar a las autoridades la vigilancia sobre el cumplimiento de otras, con lo cual se corre el peligro de que las regulaciones produzcan, pues, regulaciones; y de que se reproduzcan como los conejos las entidades de vigilancia. Y entonces, aunque las normas sobre “vigilancia” son indispensables, porque sin ellas las demás resultarían inútiles, ello no significa que las entidades vigilantes tengan que ser legisladoras. Pero, en cualquier caso, con las regulaciones aludidas se completa el esquema de las que se justifican para mantener la confianza en el sistema financiero.

Las regulaciones que tienden a proteger la confiabilidad del sistema, se justifican ampliamente, pero no tendrían que ser demasiado abundantes. Ni tendrían que cambiar con demasiada frecuencia. La naturaleza humana no cambia cada año, ni cada década; la escuela del “derecho natural” decía que no cambia en absoluto.

LAS REGULACIONES CUESTIONABLES: EFICIENCIA Y POLÍTICA

Pero, así como hemos dicho que el sistema financiero requiere de ciertas regulaciones de “comportamiento”, “estructura” y “vigilancia” para asegurar la “confianza”, podemos preguntarnos si acaso no son necesarias otras regulaciones para conseguir su “eficiencia”.

Pero, en qué consiste la eficiencia del sistema financiero? Aquí comienza el debate. Para muchos de nosotros el sistema es eficiente si consigue que el ahorro vaya a las personas que lo pueden hacer producir más. El sistema debería ser “neutro” frente a los sectores y las personas que reclaman sus recursos. En ciertas condiciones el mercado es el mejor maestro, el mejor guía, el mejor árbitro. Desde este punto de vista podría decirse que el sistema será más eficiente mientras menos regulaciones existan.

Pero ni la política, y ni siquiera la política económica, está hecha sólo por economistas, y ni siquiera por economistas que prefieran, en principio, los mercados libres. La política, y la política económica, la hacen a menudo personas con otras ideas acerca de lo que significa un sistema financiero eficiente. Ellas difícilmente aceptarán la idea de un sistema “neu-

tro”; por el contrario, siempre tendrán argumentos elocuentes para demostrar que hay ciertos sectores, o ciertas personas, que “merecen” un trato especial. Conciben el sistema financiero como un instrumento para lograr objetivos “políticos” en diversos sectores. Y ya se sabe en qué consiste el “trato especial” que buscan: en que se otorgue crédito con intereses inferiores a los que pagan las entidades a sus depositantes, o en que le preste a quienes no tienen capacidad de pago. Algunos llegan a proponer que las instituciones financieras condonen las obligaciones a ciertos deudores, con lo cual dejamos los campos, ya conocidos, del “fomento económico” y entramos, de lleno, en los del “fomento electoral”.

Nadie se opondría a que las autoridades, con recursos presupuestales, y a través del sistema, otorgaran préstamos baratos o arriesgados, a los sectores “meritorios”. Lo que ocurre es que aquellas no están dispuestas a hacerlo, y por eso los enemigos de un sistema financiero “neutro” quieren forzar a los bancos a que asuman los costos. O, a veces, a la comunidad toda, por la vía de la inflación, que es el más regresivo de los tributos.

Los bancos, naturalmente, se resisten; sus niveles de rentabilidad y de capitalización son muy bajos, como para facilitar, sin presiones, tales “servicios”. Y los ahorradores, por supuesto, tampoco colaboran; después de la revolución del UPAC, nadie es tan tonto de aceptar, por mucho tiempo, que se le pague por su ahorro menos de lo que aumenta el costo de vida. Entonces, para romper la “neutralidad” del sistema financiero, es preciso inventar toda clase de regulaciones: desde las que controlan las tasas de interés, hasta las que crean “inversiones forzadas”, que no son otra cosa que tributos discriminatorios. Los objetivos “políticos”, están, pues, en la raíz de muchas de las regulaciones cuestionables que padece el sistema. Y contra éstas deberían orientarse las críticas.

LOS OBJETIVOS DE LA ADMINISTRACIÓN: HACIA LAS REGULACIONES “CONCERTADAS”

Pero las autoridades tienen ciertos objetivos legítimos, que no son, precisamente, los del sistema financiero, pero que pueden cumplirse bien a través de éste. Uno de ellos es el del control monetario. Entre los otros pueden enumerarse el del control fiscal, y, quizás, el del control sobre ciertas formas delictuales. Para sacar esos objetivos adelante las autoridades acuden también a varias formas de regulaciones, que implican costos y riesgos al sistema. Miremos en algún detalle el asunto.

La necesidad de conseguir el control monetario justifica, sin duda, la existencia de regulaciones. Y para que sean eficaces, se requiere que no

existan distorsiones e inconsistencias en las series estadísticas con las que se orienta la política monetaria. Pero esta necesidad entra en conflicto, a veces, con el legítimo propósito que tienen las instituciones financieras de ofrecer servicios nuevos para las nuevas necesidades de sus clientes. Debería concentrarse, entonces, entre las instituciones del sistema y las autoridades monetarias, un procedimiento para distinguir entre lo que son los objetivos de la política, y lo que son los instrumentos para medir su cumplimiento.

Otra importante razón para la abundancia de regulaciones sobre el sistema financiero surge del hecho de que a través suyo se manifiestan prácticamente todas las transacciones en las economías modernas. Por lo tanto, resulta muy atractivo para las autoridades aplicar allí controles, destinados no ya a las instituciones mismas, sino a sus usuarios. Durante mucho tiempo imperaron conceptos sobre la "reserva bancaria" que impidieron avanzar en esta dirección; pero hoy se acepta, en buena hora, que no puede haber derecho a "reserva" para burlar las leyes. Es así como se pide a las instituciones financieras que faciliten el control para el cumplimiento de las normas fiscales y, más recientemente, sobre algunos delitos. Nadie puede censurar a las autoridades por ello; pero debe haber conciencia de que tales prácticas generan a las instituciones financieras no sólo costos nuevos, sino riesgos nuevos, ajenos a su objeto propio. Piénsese, por ejemplo, en la iliquidez resultante del torpe análisis que hicieron los medios de comunicación sobre las medidas fiscales de comienzos de 1988, o en el perjuicio que sufren cuando sus funcionarios resultan comprometidos en la intermediación de los dineros de los delincuentes.

Si el sistema financiero va a estar sujeto a regulaciones impuestas por las autoridades para conseguir objetivos legítimos, pero ajenos a los del sistema, aquellas deberían realizarse en un marco de concentración más amplio. Para que no interfieran, en lo posible, con el objetivo de eficiencia, y para que se reconozcan, de alguna manera, los costos que ellas ocasionan.

LA MULTIPLICIDAD DE LOS CENTROS DE REGULACIÓN: SU ORIGEN EN LAS NORMAS Y EN LA JURISPRUDENCIA

Hay, como hemos visto, toda clase de razones, buenas y malas, para justificar la regulación del sistema financiero. Pero si esas razones teóricas dan origen a tan numerosos desarrollos prácticos, se debe, en buena parte, a las formas legislativas que se adoptaron al crear la Junta Monetaria y el Estatuto Cambiario, a que las normas jurídicas atribuyen a muchas autoridades facultadas respecto al sistema, y a que la jurisprudencia no ha po-

dido establecer límites precisos entre esas facultades, con lo que, en la práctica, todas han terminado siendo facultades de regulación.

Uno de los aspectos más interesantes, cuando se estudia el tema de las regulaciones sobre el sector financiero, es observar la técnica legislativa que se empleó en la redacción de la ley 21 de 1963, que creó la Junta Monetaria, y en el Decreto 444 de 1967, o Estatuto Cambiario. Ambas normas se caracterizan por que permiten a la Junta Monetaria, organismo "sui generis" dentro de la administración pública, una amplia discrecionalidad en cuanto al contenido y la oportunidad de sus decisiones. Ello definitivamente no es típico en nuestro derecho administrativo, ni en la regulación de otros sectores. Y contribuye a explicar la profundidad y la frecuencia de las regulaciones sobre el sector financiero.

La Constitución y las leyes reflejan los temas más conflictivos que existen en una sociedad, y el poder relativo de sus diversos grupos, incluyendo, por supuesto, entre éstos, las diversas burocracias. Así las cosas, la multiplicidad de normas que atribuyen facultades respecto al sistema financiero sería una prueba de la importancia que los diferentes grupos le atribuyen a éste.

Dentro de este supuesto, la Constitución y las leyes colombianas reflejan el interés de muchos grupos en participar en el poder del sistema financiero. El Congreso, por supuesto, quiere hacerlo, y era originalmente quien tenía las facultades más precisas para lograr su objetivo. Facultades reforzadas gracias al artículo 32 de la Constitución Política, que trata sobre la intervención del Estado, y que, en la práctica, sirve de comodín para autorizar todas las regulaciones que no caben dentro de las otras normas constitucionales. El Presidente de la República que ya tenía algunas facultades de regulación, a través de la facultad reglamentaria, consiguió otras gracias a la interpretación amplia que hizo la jurisprudencia acerca del alcance de la atribución 11 del artículo 76 de la Constitución Política, y con la facultad para intervenir en el ahorro que le dió la reforma constitucional de 1968. Por su parte, en 1964, durante la administración Valencia, cuando se creó la Junta Monetaria, el Banco de la República y el llamado "equipo económico", adquirieron un poder regulatorio que no encaja con facilidad dentro de los conceptos clásicos. Y a la Superintendencia Bancaria le corresponde una facultad de "inspección", que ejerce con gran autonomía frente al resto del Gobierno, al Ministro de Hacienda e inclusive al Presidente. Además, a pesar de que existe esa entidad oficial especializada en el control sobre las instituciones financieras, periódicamente surgen otras que expresan el patriótico y agresivo propósito de ofrecer su vigilancia. La Contraloría merece, por supuesto, una mención sobresaliente en ese empeño. Y la Procuraduría no ha sido ajena a él.

En la Reforma Constitucional de 1979, se avanzó en el sentido de derogar aquella parte del numeral 11 del artículo 120 de la Constitución Política en donde alguna jurisprudencia veía una fuente de atribuciones reguladores para el Presidente; y el de precisar el carácter puramente administrativo de los Decretos que el Presidente expide para intervenir en materias relativas al ahorro privado (ordinal 14 del artículo 120). Ojalá, en la medida en que este año y el próximo revivan los principales aspectos de esa buena reforma, se avance en la misma dirección, para atenuar la dañina multiplicidad de fuentes de regulación sobre el sistema financiero.

De otra parte, la jurisprudencia no sólo ha atenuado sino que, en cierta medida, ha aumentado la dispersión y duplicación de las fuentes reguladoras a las que está sujeto el sistema financiero. Ello porque, en la práctica, ha permitido que se desdibujen las fronteras entre las atribuciones del Congreso y las de las autoridades administrativas, y porque no ha sido clara en distinguir entre la facultad reglamentaria y la de inspección, (Ver, por ejemplo, Consejo de Estado, ponente Enrique Low, Sentencia del 5 de septiembre de 1980, Superintendencia Bancaria, "Jurisprudencia relacionada con el sector financiero", T.I. pp. 229-236). En la práctica, todas las autoridades que tienen alguna facultad frente al sistema financiero, han sido legitimadas para regularlo.

La función de los jueces es la de administrar justicia, es decir, la de dar a cada cual lo suyo. Pero, infortunadamente, muchos jueces interpretando mal el ejemplo de Salomón, creen que administrar justicia no es darle el derecho a quien lo tiene sino repartirlo entre los que lo reclaman. Por eso cuando se observa la evolución de la Jurisprudencia de la Corte y del Consejo de Estado en un período largo, se encuentra que ella contribuye a repartir y multiplicar el poder regulador de las autoridades sobre el sector financiero.

Por ejemplo, la Constitución dice que corresponde al Congreso hacer las leyes y que, por medio de ellas, ejerce, entre otras, la de "fijar la ley, tipo, peso y denominación de la moneda" (artículo 76, atribución 15). En 1937 la Corte dijo que en esa norma descansa "el concepto de soberanía monetaria" con todas sus implicaciones (Corte Suprema de Justicia, Sentencia del 25 de febrero de 1937, ponente Juan Francisco Mujica, "Gaceta Judicial, T. XLIV, pp. 620-621). Pero la Corte, además, ha dicho que la facultad que tiene el Congreso de "regular los otros aspectos del servicio público" (Artículo 76, ordinal 10) implica facultades de regulación sobre los bancos. (Corte Suprema de Justicia, ponente Hernán Toro Agudelo, Sentencia del 12 de junio de 1969, "Derecho Colombiano. Jurisprudencia". T.I. No. I, 1969, pp. 80,89).

Sin embargo, en sentencia reciente, muy afortunada para la buena admi-

nistración de la economía, pero, quizás, bastante menos desde el punto de vista jurídico, la Corte negó al Congreso la facultad de crear redescuentos y de señalar condiciones financieras para los damnificados de Popayán. Como resultado de esta salomónica sentencia, las atribuciones de regulación monetaria y financiera que antes se asignaban al Congreso, quedan repartidas ahora con la Junta Monetaria, entidad de carácter administrativo. (Corte Suprema de Justicia, ponente Hernando Gómez Otálora, Sentencia del 24 de septiembre de 1987, "Foro Colombiano", T. 37, No. 222, diciembre de 1987, pp. 532-551).

Otro ejemplo surge cuando se examinan las facultades que la jurisprudencia reconoce a la Superintendencia Bancaria. La Ley 45 de 1923 confiere a ésta atribuciones de vigilancia y de "policía administrativa" sobre el sistema. Pero desde 1925 la Corte afirmó que el poder de inspeccionar implica el de restringir (Corte Suprema de Justicia, ponente Luis F. Rosales, Sentencia del 12 de diciembre de 1925, "Gaceta Judicial", T. XXXII, 1926, Nos. 1665 y 1666, pp. 169-175). Y el Consejo de Estado, por su parte, no sólo reconoce a la Superintendencia facultad de "dar instrucciones de carácter general con fuerza obligatoria" (Sentencia del 5 de septiembre de 1980, citada atrás) sino que señala, por ejemplo, al interpretar el Decreto 1939 de 1986, que las instituciones financieras deben aplicar las reglas contables que produzca la Superintendencia antes que las reglas contables que contienen la ley y los reglamentos legales. (Consejo de Estado, ponente Humberto Mora Osejo, Respuesta del 10 de noviembre de 1987 a una consulta del Gobierno, "Foro Colombiano", T. 38, No. 223, enero de 1988, pp. 86-90). Frente a semejante facultad, de la que depende, nada menos, que la definición de los resultados de los estados financieros, no es mucho alivio que el Consejo de Estado proclame que la Superintendencia no puede exigir demasiados detalles en los planes y presupuestos que elaboran aquellas instituciones.

El problema a que acabo de referirme afecta también, por supuesto, otros sectores de la vida social. Y pone de presente la necesidad de que los jueces y los doctrinantes elaboren una doctrina mucho más clara sobre la naturaleza y los límites de las atribuciones de cada autoridad. En especial, es preciso delinear mejor el alcance del concepto de "intervención", y las diferencias entre la facultad de reglamentar y la de inspeccionar.

CONCLUSIONES

Creo que el análisis que he hecho lleva a una conclusión de bulto: el sector financiero seguirá siendo objeto, casi que como ninguno otro, de múltiples regulaciones estatales. Es demasiado importante para que pueda

esperar otra cosa. Y la técnica con la que se redactaron las normas con las que opera la Junta Monetaria facilita el fenómeno.

Para asegurar la confianza del público se justifican las regulaciones sobre los "comportamientos", las "estructuras" y la "vigilancia" sobre el sistema. Estas normas, sin embargo, han tenido, y deberían seguir teniendo, cierta estabilidad.

De la misma manera, es razonable que el sector financiero colabore con las autoridades facilitando ciertas tareas a la administración pública, para lo cual aquel goza de una ubicación privilegiada dentro del conjunto de la economía. Pero, en este caso, es razonable, también, que las regulaciones que resulten surjan de un proceso de concertación, para que no se impida el desarrollo de nuevos servicios financieros, y para que las instituciones reciban una compensación por los nuevos costos y riesgos que asumen.

Los esfuerzos del sector deberían concentrarse en educar a la opinión, y a muchos de quienes determinan la política económica, en las ventajas que obtiene la sociedad cuando las instituciones financieras pueden asignar "neutralmente" los recursos del ahorro. Lo cual, no impide, por supuesto, que si las autoridades quieren facilitar créditos a sectores o personas que consideran "meritorios" lo hagan a través del sistema financiero, pero por su cuenta y riesgo, es decir, aportando recursos presupuestales. Cuando ello se entienda así, desaparecerá una buena parte de las más gravosas regulaciones que recaen sobre el sector.

Convendría, para simplificar las fuentes de regulación sobre el sistema financiero, volver a los preceptos de la Reforma Constitucional de 1979, que sometieron el uso de la facultad de intervención del Presidente sobre las instituciones que manejan el ahorro privado, a lo que leyes previas autoricen. Y sería muy conveniente, también, que los más altos tribunales y los doctrinantes elaboraran una teoría legal más clara acerca de los límites y diferencias entre la facultad de legislación, intervención, reglamentación e inspección y vigilancia.

Una reducción de los objetivos, y una reducción de los instrumentos y de las fuentes de regulación en el sistema financiero, harían que éste pudiera cumplir mejor con lo que puede ser su aporte fundamental al proceso y desarrollo económico: gozar de suficiente solidez y liquidez para suscitar confianza, y llevar los recursos excedentes del ahorro a quienes mejor puedan usarlos.

SESIÓN DE CLAUSURA

DISCURSO DE CLAUSURA

Francisco J. Ortega

Es para mí muy honroso dirigirme a ustedes en este acto de clausura de un nuevo simposio sobre mercado de capitales en Colombia, que en buena hora la Asociación Bancaria ha resuelto convocar. Deseo agradecer al doctor Carlos Caballero la gentil invitación que me hiciera para comentar acerca de algunos desarrollos ocurridos en el mercado financiero en los últimos años. Quiero felicitar a la Asociación Bancaria por haber revivido estos foros de discusión sobre el estado de nuestro sistema financiero. Para mí es evidente que mucho de lo que se ha logrado hacer para formar un mercado financiero más amplio y eficiente con unas instituciones menos débiles y estáticas, se origina en la discusión realizada en estos simposios. Tengo la certeza que de este seminario habrán surgido muy importantes conclusiones, dada la altura intelectual de los conferencistas que me han precedido en el podio, y que ellas serán de invaluable ayuda para las autoridades económicas.

Para el Banco de la República uno de los campos de acción que reviste mayor significado es el de las políticas que contribuyen a conciliar el desarrollo y mayor eficiencia de las instituciones de intermediación financiera que participan en el mercado, con su creciente fortalecimiento. Por esta razón, nos interesa analizar los factores que están influyendo en la evolución de los agentes económicos que componen el sector. Después de la crisis de 1982 era de esperarse un profundo ajuste de las instituciones financieras que permitiera su expansión con índices de productividad muy superiores a los que históricamente venían experimentando; sin embargo, luego de cuatro o cinco años de los sucesos de comienzos de la década, vemos que no está llevando a cabo todo el reordenamiento necesario con la celeridad deseada.

La organización del mercado financiero depende del marco regulatorio vigente y de la forma como éste promueve o dificulta la competencia. Existen factores que explican su comportamiento, como es el caso de la estructura del mercado financiero y la conducta de los intermediarios. Mercados competitivos con participantes cuyos activos improductivos muestren índices normales y una baja carga cuasitributaria, deben dar

lugar a una intermediación más eficiente, con menores márgenes de interés. A las autoridades económicas les corresponde tomar las iniciativas para que este tipo de transformaciones necesarias tengan lugar y redunden en unos menores costos de intermediación.

A lo largo de esta presentación me referiré, por lo tanto, a la productividad de las instituciones y a sus márgenes de intermediación. Para el efecto se analizarán aspectos relacionados con: a) las fallas derivadas de la estructura del mercado que dan lugar a la existencia de rentas oligopólicas; b) la ineficiencia de las operaciones de los bancos, reflejada en los elevados costos de operación y en el alto nivel de activos improductivos; c) la obsolescencia tecnológica y d) la existencia de cargas cuasitributarias, producto de los elevados encajes y de inversiones forzosas cuantiosas y poco rentables.

Finalmente, dado que este Simposio se ocupa de los desarrollos de largo plazo del sistema financiero colombiano, resulta fundamental tener en cuenta las llamadas innovaciones financieras acerca de las cuales hay que resaltar aquellas que conducen a una mejora de la productividad.

I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SISTEMA FINANCIERO

El tamaño y composición del sector financiero colombiano ha cambiado en forma sustancial durante las dos últimas décadas. Desde el punto de vista del número de entidades en funcionamiento tenemos que de un sistema que en los años sesenta estaba constituido solamente por entidades bancarias (25) y corporaciones financieras (13), en la actualidad cuenta con igual cantidad de bancos, un mayor número de corporaciones financieras, (23), 10 corporaciones de ahorro y vivienda y 29 compañías de financiamiento comercial. Se ha desarrollado también la actividad fiduciaria por fuera de los bancos, a través de las denominadas sociedades fiduciarias, entidades que facilitan la captación y manejo del ahorro financiero, pero sin la función de dar crédito. Además existen ahora entidades como las compañías de Leasing y Factoring.

Por su parte, el total de activos manejados por el sector financiero¹ ascendía a \$180.000 millones a mediados de la década pasada, y en la actualidad llegan a \$4.9 billones, lo que significa un crecimiento promedio anual del 29%, que en términos reales arroja una tasa de 4.7% por año². Igualmente, estos años han visto cambiar la importancia relativa de las distintas clases de intermediarios destacándose la evolución de las CAV, las cuales pasaron de representar el 8% del sistema financiero en igual período al 16% en junio de este año. Del mismo modo, debemos resaltar el avance logrado por las compañías de financiamiento comercial, que a

mediados de este año ya alcanzaban cerca el 5% de los activos del sistema (véase Cuadro 1).

De la comparación anterior se observa el relativo estancamiento de las entidades bancarias, tema que constituirá el principal motivo de nuestra atención. Los bancos vieron fuertemente reducida su participación en los activos totales del sector durante los primeros años de los ochenta en que su aporte cayó a cerca del 61% con motivo de la crisis; luego se han recuperado y en junio de este año registran un 64% de este total, porque la aparición de nuevas entidades en los demás frentes del sector financiero, ha representado una competencia mayor para los bancos, tanto en la captación de recursos como en la irrigación de crédito.

La revolución de las captaciones del sistema³ muestra cómo las CAV ganan participación hasta 1985 cuando alcanzan casi una tercera parte (29.6%) del mercado, para luego descender moderadamente al 28.4%. Las corporaciones financieras que hasta 1982 habían mantenido una participación cercana al 12% de las captaciones totales presentan de allí en adelante una reducción que las sitúa en 1986 en 5.1%, (en 1987, excluida Granfinanciera es de sólo el 3.9%), pero más recientemente, debido al nuevo estatuto orgánico expedido el año pasado, han experimentado una ligera recuperación en el transcurso del presente año hasta llegar al 4.5% del total.

Si bien la competencia por el ahorro financiero se ha intensificado, en este frente los bancos han logrado mantener relativamente estable su participación, pues han oscilado entre un máximo del 63% en 1977 y un mínimo del 56.8% en 1982, situándose en la actualidad en algo más del 58%. A la vez, se ha presentado un cambio sustancial en la composición del pasivo de los bancos comerciales al perder participación los depósitos en cuenta corriente (DCC), (bajan de 78.1% del total de captaciones en 1975 a 43% en junio pasado) e incrementar marcadamente el peso relativo de los CDT de 16.8% al 40.4% en igual período.

En lo que hace referencia al uso de los recursos del sistema, en particular al crédito en moneda nacional⁴ encontramos que éste ha sido más dinámico que la evolución del activo total y muestra una tasa anual promedio para el período 1975-1988 del 30.6%, indicando una mayor participación de los activos productivos en los activos totales.

No obstante las dificultades que han debido afrontar las instituciones del sector, las tendencias anotadas en el comportamiento de sus principales variables resultan en un mayor grado de profundización financiera de la economía. Los indicadores de este fenómeno, medido a través de una definición ampliada de dinero (M3, por ejemplo)⁵, señalan una creciente participación de la actividad de intermediación como porcentaje del PIB

CUADRO 1
SISTEMA FINANCIERO
(Millones de pesos)

	1975		1976		1977		1978		1979		1980		1981		1982	
	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%
	Captaciones (1)															
1. Sistema Bancario (2)	48.443	61.7	67.775	60.3	100.908	63.0	133.052	61.6	162.689	66.6	247.203	60.8	348.618	59.2	408.292	56.8
2. Corporaciones Financieras (3)	7.006	8.9	11.596	10.3	18.728	11.7	28.972	13.4	30.989	11.5	43.943	10.8	64.852	11.0	87.418	12.2
3. CAV	13.461	17.2	20.349	18.1	24.408	15.2	34.956	16.2	53.204	19.08	83.242	20.5	122.568	20.8	172.249	24.0
4. Clas. Fto. Comercial	0.0	0.0	3.115	2.8	5.797	3.6	7.470	3.5	9.743	3.6	18.775	4.6	36.824	6.3	31.702	4.4
5. BCH	9.564	12.2	9.548	8.5	10.274	6.4	11.382	5.3	12.034	4.5	13.687	3.4	15.735	2.7	19.300	2.7
Total Sistema Financiero	78.474	100.0	112.383	100.0	160.115	100.0	215.832	100.0	268.659	100.0	406.850	100.0	588.597	100.0	718.961	100.0
	Colocaciones (4)															
1. Sistema Bancario (2)	42.057	49.5	53.543	48.9	75.526	49.1	116.367	52.0	136.252	50.7	198.387	50.3	278.184	51.7	338.040	52.8
2. Corporaciones Financieras (3)	16.262	19.1	21.790	19.9	32.959	21.4	45.328	20.2	51.764	19.3	76.453	19.4	79.845	14.8	81.385	12.7
3. CAV	14.213	16.7	19.516	17.8	28.194	18.3	41.610	18.6	56.458	21.0	82.400	20.9	118.415	22.0	158.681	24.8
4. Clas. Fto. Comercial	0.0	0.0	3.364	3.1	5.684	3.7	8.076	3.6	9.678	3.6	19.563	5.0	37.390	6.9	30.647	4.8
5. BCH	12.482	14.7	11.210	10.2	11.364	7.4	12.500	5.6	14.647	5.4	17.838	4.5	24.281	4.5	31.202	4.9
Total Sistema Financiero	85.014	100.0	109.423	100.0	153.727	100.0	223.881	100.0	268.799	100.0	394.641	100.0	538.115	100.0	639.955	100.0
	Total activos															
1. Sistema Bancario (2)	122.327	68.3	157.307	67.1	199.325	64.9	250.949	63.2	326.913	64.2	472.154	63.3	628.042	61.7	769.267	61.1
2. Corporaciones Financieras (3)	24.481	13.7	31.908	13.6	44.997	14.7	63.104	15.9	78.561	15.4	116.044	15.6	158.016	15.5	179.018	14.2
3. CAV	14.319	8.0	19.710	8.4	28.377	9.2	41.527	10.5	53.400	10.5	80.555	10.8	119.422	11.7	166.825	13.3
4. Clas. Fto. Comercial	0.0	0.0	4.154	1.8	7.408	2.4	10.576	2.7	13.864	2.7	29.560	4.0	51.131	5.0	59.233	4.7
5. BCH	18.031	10.1	21.433	9.1	26.939	8.8	31.099	7.8	36.809	7.2	47.482	6.4	60.959	6.0	84.148	6.7
Total Sistema Financiero	179.158	100.0	234.512	100.0	307.046	100.0	397.255	100.0	509.547	100.0	745.795	100.0	1.017.570	100.0	1.258.491	100.0
	Patrimonio (5)															
1. Sistema Bancario (2)	8.449	59.9	12.644	63.3	15.722	63.2	18.367	60.2	22.434	60.4	30.205	61.2	34.512	56.9	44.545	61.2
2. Corporaciones Financieras (3)	4.415	31.3	5.220	26.1	6.118	24.6	7.984	26.2	9.437	25.4	12.093	24.5	15.159	25.0	17.117	23.5
3. CAV	490	3.5	818	4.1	1.254	5.0	1.757	5.8	2.244	6.0	2.863	5.8	4.014	6.6	4.841	6.6
4. Clas. Fto. Comercial	0.0	0.0	449	2.2	773	3.1	1.226	4.0	1.747	4.7	2.826	5.7	5.307	8.7	4.574	6.3
5. BCH	746	5.3	843	4.2	997	4.0	1.163	3.8	1.274	3.4	1.356	2.7	1.673	2.8	1.740	2.4
Total Sistema Financiero	14.100	100.0	19.974	100.0	24.864	100.0	30.497	100.0	37.136	100.0	49.343	100.0	60.665	100.0	72.817	100.0

(1) Bancos: Cuentas corrientes, CDT, Depósitos de Ahorro y Depósitos Fiduciarios. Corporaciones Financieras: CDT y Bonos en Circulación. CAV: Cuentas de Ahorro UPAC, CDT, UPAC y depósitos ordinarios. Compañías de financiamiento comercial: documentos por pagar. BCH: Cédulas hipotecarias y de capitalización.

(2) Incluye Caja Agraria.

(3) A partir de 1982 se excluyen las corporaciones en proceso de liquidación y la FEN. En 1987 no se incluye la Granfinanciera.

(4) Comprende: cartera, inversiones voluntarias y deudores varios (créditos sobre el interior y descubiertos en cuenta corriente).

(5) Incluye capital pagado, reserva legal, reserva eventual y BOCEAS.

Fuentes: Balance de los intermediarios financieros y Departamento de Investigaciones Económicas.

CUADRO 1
SISTEMA FINANCIERO
(Continuación)
(Millones de pesos)

	1983		1984		1985		1986		1987		1988 Junio	
	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%
	Captaciones (1)											
1. Sistema Bancario (2)	515.747	58,0	639.763	58,1	842.636	56,8	1.110.086	57,9	1.482.106	59,5	1.701.902	58,4
2. Corporaciones Financieras (3)	56.950	6,4	65.570	5,9	84.503	5,7	98.271	5,1	96.552	3,9	131.994	4,5
3. CAV	245.069	27,6	304.452	27,6	439.792	29,6	551.450	28,8	682.693	27,4	828.904	28,4
4. Clas. Fto. Comercial	51.979	5,8	60.194	5,5	80.175	5,4	99.777	5,2	141.274	5,7	169.618	5,8
5. BCH	19.489	2,2	32.045	2,9	36.952	2,5	58.016	3,0	87.884	3,5	82.724	2,8
Total Sistema Financiero	889.234	100,0	1.102.024	100,0	1.484.058	100,0	1.917.600	100,0	2.490.509	100,0	2.915.142	100,0
	Colocaciones (4)											
1. Sistema Bancario (2)	452.904	51,6	550.231	50,9	700.997	51,2	923.295	52,1	1.254.414	52,7	1.402.083	51,4
2. Corporaciones Financieras (3)	96.508	11,0	103.635	9,6	115.236	8,4	158.497	8,9	216.493	9,1	286.902	10,5
3. CAV	238.946	27,2	316.866	29,3	418.211	30,5	529.175	29,8	667.027	28,0	756.147	27,7
4. Clas. Fto. Comercial	53.327	6,1	63.621	5,9	73.974	5,4	104.693	5,9	153.941	6,5	182.806	6,7
5. BCH	36.797	4,2	46.264	4,3	61.974	4,5	57.600	3,2	86.501	3,6	100.339	3,7
Total Sistema Financiero	878.482	100,0	1.080.617	100,0	1.370.392	100,0	1.773.260	100,0	2.378.376	100,0	2.728.277	100,0
	Total activos											
1. Sistema Bancario (2)	1.014.055	61,6	1.287.726	62,2	1.593.618	61,1	2.066.763	61,6	2.682.641	62,6	3.139.056	63,8
2. Corporaciones Financieras (3)	217.591	13,2	245.218	11,8	294.593	11,3	411.939	12,3	461.735	10,8	478.309	9,7
3. CAV	228.303	13,9	290.152	14,0	413.215	15,8	536.430	16,0	679.940	15,9	781.579	15,9
4. Clas. Fto. Comercial	67.120	4,1	77.184	3,7	96.446	3,7	131.699	3,9	194.725	4,5	224.993	4,6
5. BCH	118.124	7,2	169.704	8,2	209.565	8,0	208.147	6,2	266.256	6,2	299.834	6,1
Total Sistema Financiero	1.645.193	100,0	2.069.984	100,0	2.607.437	100,0	3.354.978	100,0	4.285.297	100,0	4.923.771	100,0
	Patrimonio (5)											
1. Sistema Bancario (2)	47.196	56,9	49.502	53,7	59.821	52,7	109.748	57,1	142.961	61,6	163.656	61,6
2. Corporaciones Financieras (3)	20.196	24,4	24.337	26,4	30.162	26,6	46.837	24,4	45.669	19,7	52.591	19,8
3. CAV	5.921	7,1	7.324	7,9	9.605	8,5	13.131	6,8	18.989	8,2	24.484	9,2
4. Clas. Fto. Comercial	7.799	9,4	9.025	9,8	10.575	9,3	16.390	8,5	18.674	8,0	18.915	7,1
5. BCH	1.812	2,2	1.955	2,1	3.438	3,0	6.157	3,2	5.961	2,6	5.991	2,3
Total Sistema Financiero	82.924	100,0	92.143	100,0	113.601	100,0	192.263	100,0	232.254	100,0	265.637	100,0

(1) Bancos: Cuentas corrientes, CDT, depósitos de ahorro y depósitos fiduciarios. Corporaciones financieras: CDT y bonos en circulación. CAV: Cuentas de ahorro UPAC, CDT, UPAC y depósitos ordinarios. Compañías de financiamiento comercial: documentos por pagar. BCH: cédulas hipotecarias y de capitalización.

(2) Incluye Caja Agraria.

(3) A partir de 1982 se excluye las corporaciones en proceso de liquidación y la FEN. En 1987 no se incluye la Granfinanciera.

(4) Comprende: cartera, inversiones voluntarias y deudores varios (créditos sobre el interior y descubierto en cuenta corriente).

(5) Incluye capital pagado, reserva legal, reserva eventual y BOCEAS.

Fuente: Balance de los intermediarios financieros y Departamento de Investigaciones Económicas.

pasando del 13% al comienzo de los años setenta al 32.6% al finalizar 1987, en razón del auge de distintas formas de ahorro financiero. En cambio, si se considera la definición tradicional de oferta monetaria, medios de pago, se observa una evolución decreciente, pasando su peso relativo de 16.3% a sólo el 11.9% en 1987.

Sin embargo, el proceso de profundización no ha tenido todo el avance que se podría esperar. Son numerosas las razones para ello. Entre las principales es importante destacar que éste no fue acompañado de un fortalecimiento patrimonial del sistema que garantizara su solvencia, fenómeno que se hizo evidente a partir de 1982, cuando ocurrió la crisis financiera. Ciertamente, antes de ese período se permitió una expansión de la intermediación en forma bastante laxa, aceptando que la relación de pasivos a capital se elevara para la mayoría de los intermediarios y que la débil base patrimonial absorbiera cuantiosas pérdidas sobre todo en el período de la crisis. En el lapso 1975-1982 la tasa de aumento del capital y reserva fue apenas de 26% anual en términos nominales.

El nivel y la composición del capital del sistema financiero debe ser un tema de permanente reflexión, no sólo por su efecto en la profundización, sino porque a nivel mundial ("Comité Cooke") se han adoptado medidas tendientes a darle un tratamiento estándar, con exigencias cada vez mayores. La capitalización sigue siendo fundamental a pesar de encontramos, con posterioridad a la crisis de 1982, con un gran aumento del capital bancario por la elevada participación del Estado, en razón de la oficialización de varios bancos. El importante esfuerzo de la política monetaria en la recuperación y capitalización del sistema financiero no se hizo solamente mediante el aporte directo de capital por el Fondo de Garantías, sino, muy especialmente, a través del estímulo a su incremento del capital por parte del sector privado (Fondo de Capitalización del Sistema Financiero) e indirectamente a través del fortalecimiento de las empresas (Fondo de Capitalización Empresarial). En los años de la crisis, 1982-1985, el capital y reserva aumentó sólo un 16% y durante los últimos tres años el mismo pasa de \$113.601 millones a \$265.637 millones, lo que significa un incremento promedio anual del 32.7%.

Este somero examen acerca de los cambios fundamentales ocurridos en el sector financiero del país, nos permite destacar una primera consideración que desarrollaremos más adelante: el sistema ha avanzado sin duda en su labor de movilización de recursos. Pero esta expansión no ha estado suficientemente equilibrada. Porque la tarea de lograr una correcta aplicación de su propio capital y de los fondos captados presenta una ejecutoria deficiente, como lo indican los altos volúmenes de activos improductivos. Como bien sabemos, el negocio bancario consiste esencialmente en

el manejo adecuado del riesgo; éste ciertamente no se puede eliminar.

Aunque sí es posible para los administradores minimizarlo y tomar las medidas precautelativas apropiadas, tanto administrativamente como a través de la constitución de provisiones adecuadas. En la experiencia colombiana reciente, ciertamente el comportamiento del sector real produjo un debilitamiento de la actividad financiera, pero las instituciones más afectadas fueron aquellas con una excesiva concentración del crédito y por ende del riesgo, producto de una deficiente gestión administrativa.

II. LA ORGANIZACIÓN INDUSTRIAL DEL SECTOR FINANCIERO

Entraré ahora a analizar algunas de las barreras al desarrollo eficiente de las instituciones financieras, que podríamos catalogar como inherentes al sector. Me referiré básicamente al caso de los bancos porque, como lo anoté anteriormente, éstos canalizan el 60% del ahorro financiero y si bien constituyen sólo un segmento del mercado financiero, varios de los planteamientos pueden ser extensivos a otros intermediarios.

A. Estructura del mercado bancario

El primer punto al que quisiera referirme es a la estructura del mercado. La composición del sector bancario, salvo algunos cambios de propiedad, permaneció relativamente invariable durante la década de los sesenta. La creación de tres bancos pequeños a comienzos de los años setenta y una sola fusión no modificaron la importancia relativa de los varios participantes. De manera que, en términos generales, la estructura bancaria permaneció relativamente invariable en los quince años que precedieron a la crisis financiera de 1982; ello no fue igual para el resto del sistema financiero, como lo anoté en la primera parte.

1. Concentración

En términos de propiedad y de tamaño la estructura bancaria es actualmente muy concentrada. Esto es, en gran parte, consecuencia de la crisis financiera pasada. En efecto, a junio de este año la participación del Estado en el capital y en los activos totales de los bancos comerciales ascendía al 57% y 59%, respectivamente. Si agregamos la Caja de Crédito Agrario, dicha concentración es aún más pronunciada, quedando en manos estatales el 64% de los activos totales y el mismo 64% del capital y reserva bancarios.

De otra parte, la propiedad de los bancos privados también se encuentra relativamente concentrada. Los principales grupos financieros tienen bancos con el 23% de los activos totales. Los bancos mixtos, con participación de inversionistas extranjeros, no llegan a representar en conjunto el 9% de dichos activos, aunque su participación en el capital y reserva asciende a algo más del 11%. Los bancos comerciales restantes controlan el 10% de los activos bancarios totales (*Cuadro 2*).

Visto este fenómeno, no ya según el origen de la propiedad, sino exclusivamente en función del tamaño, tenemos que a junio de este año, los cinco bancos comerciales más grandes controlan el 59% de los activos bancarios totales y el 47% del capital y reserva de dichos intermediarios. Así mismo, los diez principales bancos comerciales representan el 83% de los activos totales y el 74% del capital y reserva bancaria (*Cuadro 2*).

Tenemos entonces que los elevados índices de concentración según propiedad y tamaño, aunados a una total inflexibilidad para la entrada y salida de bancos del mercado, conforman una estructura bancaria poco competitiva en principio y nada favorable al logro de una mayor eficiencia. Esta característica constituye, en nuestra opinión, un obstáculo a la sana evolución del sistema financiero.

Bien sabemos que el apoyo estatal a los bancos con nuevo capital fue esencial en el momento de cada crisis individual, como único medio para recuperar la confianza del público en estas instituciones. Sin embargo, dicha acción no ha dejado de tener profundos efectos, producto de renunciar a la disciplina de mercado. Los costos en que se ha incurrido pueden adoptar varias formas y no solamente abarcan a las entidades oficializadas. Al respecto podríamos mencionar algunos:

En primer lugar, el sistema no ha llevado a cabo todo el proceso de ajuste interno que requiere. De ahí que continúa con el lastre que representa mantener en operación entidades con serias deficiencias en su conformación, gestión administrativa y ubicación en el mercado. Este elemento, que podríamos llamar de **ajuste incompleto**, puede ser, a la larga, la principal dificultad que continúa gravitando sobre la economía y que se refleja en los elevados márgenes de intermediación con que operan los intermediarios.

En segundo término, se presenta un costo intangible con serias consecuencias futuras, derivado del cambio en las señales e incentivos que guían la conducta de los agentes en una economía de mercado. Porque el hecho de que la insolvencia de algunos intermediarios financieros no haya tenido ninguna consecuencia para los ahorradores y depositantes, sino en una mínima proporción (Banco Nacional y Caja Vocacional), en éste y en cualquier mercado conduce a alterar la percepción de los participantes

CUADRO 2
ACTIVOS TOTALES Y CAPITAL Y RESERVA
SISTEMA BANCARIO*
Junio 1988
(Porcentajes)

Banco	Activos totales		Capital reserva	
	%	Acumulado	%	Acumulado
Colombia	15.9	15.9	15.9	15.9
Cafetero	13.7	29.7	11.3	27.2
Bogotá	10.6	40.3	7.0	34.2
Popular	9.9	50.2	6.6	40.7
Ganadero	9.2	59.3	6.3	47.0
Occidente	5.5	64.9	6.2	53.3
BIC	5.1	70.0	6.2	59.5
Estado	4.8	74.8	6.0	65.4
Bancoquía	4.4	79.2	4.4	69.8
Comercio	3.8	83.0	4.0	73.8
BCC	2.5	85.5	4.0	77.8
Internacional	2.3	87.8	3.3	81.2
Santander	2.1	89.9	3.1	84.2
Caldas	1.5	91.4	2.2	86.4
Colpatría	1.4	92.8	1.8	88.2
Sudameris	1.2	94.0	1.6	89.8
Anglo	1.1	95.2	1.6	91.4
Royal	1.0	96.2	1.5	92.9
Crédito	1.0	97.2	1.5	94.4
Tequendama	0.8	98.0	1.4	95.7
Extebandes	0.7	98.7	1.2	96.9
Trabajadores	0.6	99.3	1.2	98.1
Real	0.4	99.7	1.1	99.2
Colombo	0.3	100.0	0.8	100.0

* No incluye Caja Agraria.

Fuentes: Balances de bancos comerciales.

frente al riesgo. Esta posición rompe el vínculo entre determinadas acciones y los beneficios o costos vinculados a ellas, con el efecto indeseable de que el riesgo tiende a ignorarse, lo cual puede llevar a sucesivos comportamientos imprudentes de ambas partes⁶.

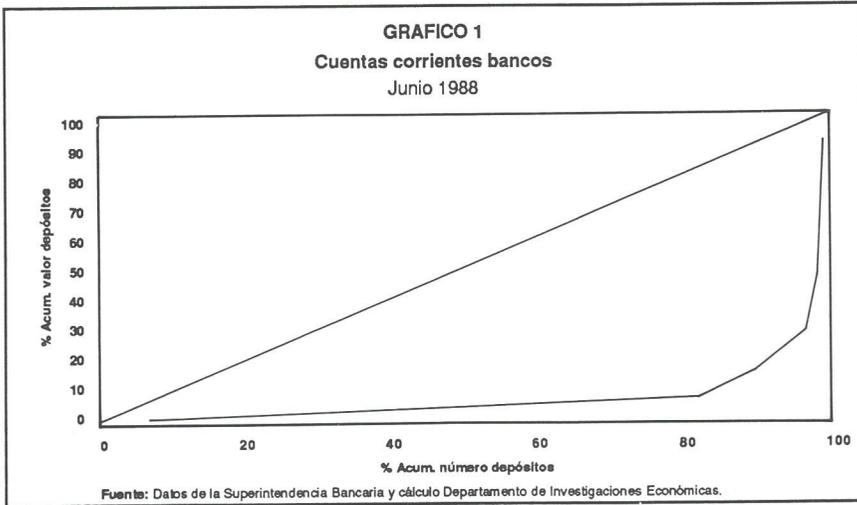
En tercer lugar, la experiencia nos enseña que el Estado, por lo general, no es un buen administrador. No solamente en Colombia, sino en casi todos los países. En México, por ejemplo, donde el sistema bancario después de su nacionalización⁷ tuvo una notoria pérdida de eficiencia. El problema no lo entendemos como de personas, ni de ideologías, sino de cuáles son los objetivos que se le asignan a estos agentes económicos y cuáles son las cargas y restricciones exógenas que se le imponen.

Factores de este tipo son los que hay que tener en cuenta para juzgar los posibles cambios en la conducta de los bancos hacia el futuro, especialmente de los oficiales, como consecuencia de la nueva estructura de propiedad y de mercado que se ha generado. Porque es preocupante que situaciones como ésta lleguen a conducir a un debilitamiento de los incentivos a la competencia, dificultando a la futura expansión de la base patrimonial del sistema y la reducción en los actuales costos de la intermediación financiera.

Todo lo anterior, en la medida en que se mantienen las prohibiciones de entrada a nuevos participantes, permite afirmar que la estructura oligopólica del mercado se ha consolidado, por lo menos temporalmente, con posteridad a la crisis, permitiéndole a los intermediarios financieros operar, en el corto plazo, con altos márgenes. De no corregirse, en el mediano término dicha estructura conducirá a una aguda desintermediación financiera, fenómeno que representa una regresión hacia la "intermediación directa", con consecuencias indeseables sobre el ahorro financiero y la asignación de recursos en la economía.

2. Grado de concentración de los pasivos bancarios

El otro tema de fondo que conviene tratar es el relacionado con la concentración de los recursos bancarios. A la fecha, los depósitos en cuenta corriente de los establecimientos públicos del orden nacional representan algo más del 13% del total de depósitos en cuenta corriente y el 92% de éstos están depositados en la banca oficial (incluyendo la Caja Agraria). Pero la concentración de los depósitos no se limita al sector público. De acuerdo con información provisional de la Superintendencia Bancaria, el grado de concentración de las cuentas corrientes es elevado. Así, un 84% de los cuentahabientes representan menos del 8% del valor de los DCC, mientras que menos del 1% del número de depositantes poseen casi el 27% de dichas cuentas. (Véase Gráfico 1 y Cuadro 3).

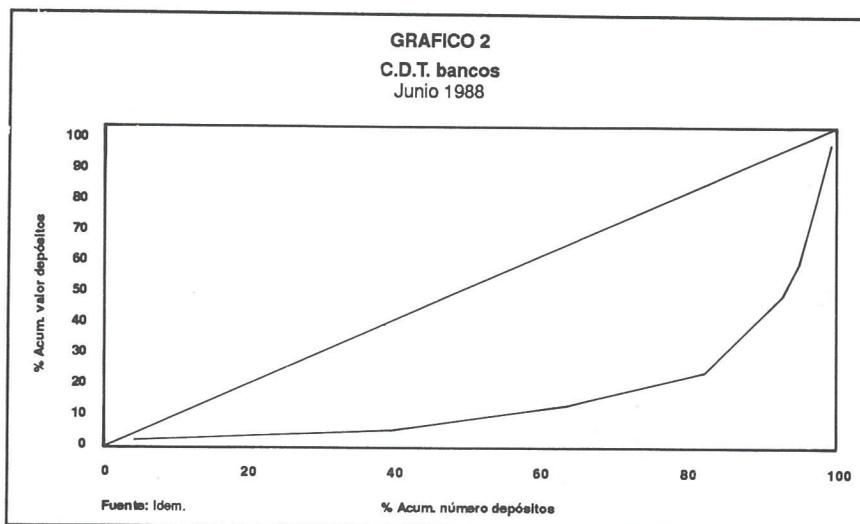


CUADRO 3
CUENTAS CORRIENTES BANCOS
Junio 1988

Participaciones acumuladas	
No. Dep.	Valor
83.75	7.75
91.88	15.43
95.70	23.12
99.14	45.78
99.55	56.43
99.73	64.11
99.83	73.13
100.0	100.0

Fuente Idem.

Tenemos entonces que a una estructura bancaria oligopolística se enfrenta una concentración relativamente alta, tanto de los depósitos en cuenta corriente como de otros instrumentos de ahorro. Aunque sería una exageración hablar de un sistema bancario oligopolístico enfrentado a un grupo de grandes depositantes y ahorradores, lo cierto es que en ambos lados del mercado financiero no prevalecen rasgos competitivos, con la excepción tal vez de la aguda competencia entre bancos por atraer DCC, aunque ésta no se expresa a través del mecanismo de precios debido a la prohibición legal de reconocer intereses sobre dichos depósitos.

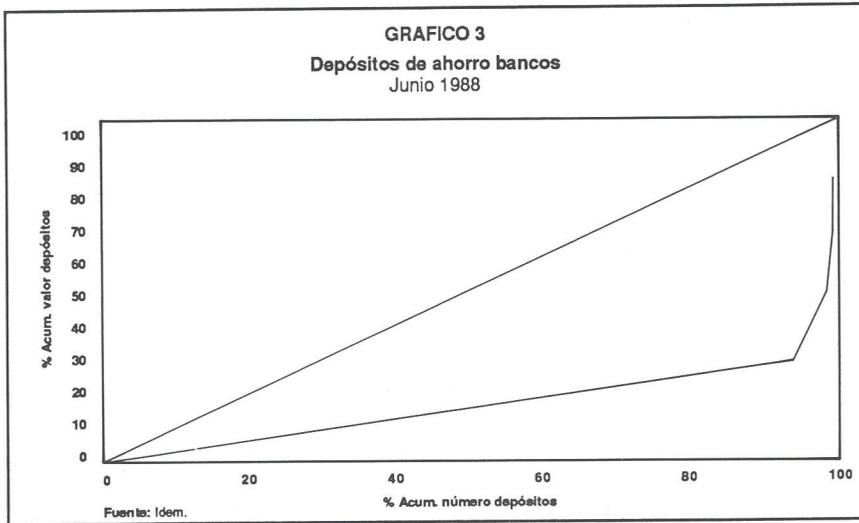


CUADRO 4
C.D.T. Bancos
Junio 1988

Participaciones acumuladas	
No. Dep.	Valor
38.28	3.57
64.35	11.47
82.81	23.27
96.94	48.59
98.61	57.94
99.30	66.03
99.75	78.14
100.00	100.00

Fuente: Idem

Con relación a los CDT en el sistema bancario, también se observa un elevado grado de concentración (Gráfico 2 y Cuadro 4), pues en los dos extremos de la distribución tenemos que el 38% de los depositantes poseen tan sólo el 3.6% de los CDT y el 0.25% de los ahorradores cuentan casi con un 22% de los CDT bancarios. En comparación con los DCC, los CDT presentan una concentración menor, pero de todas maneras es elevada. La captación que muestra una distribución menos desigual entre el público bancario es la de los depósitos de ahorro, en la cual el 96.5% de



CUADRO 5
DEPOSITOS DE AHORRO BANCOS
Junio 1988

Participaciones acumuladas	
No. Dep.	Valor
96.47	30.64
98.75	47.86
99.53	60.92
99.95	78.62
99.97	82.89
99.98	86.16
99.99	92.30
100.00	100.00

Fuente: Idem

los ahorradores tienen casi un 31% del valor de los depósitos (Gráfico 3 y Cuadro 5). (Gráfico 2 y Cuadro 4) (Gráfico 3 y Cuadro 5)

En el caso de los CDT captados por las corporaciones financieras, el grado de concentración es bastante parecido al de los bancos comerciales: el 32% de los depositantes tienen el 3% del valor de los CDT, mientras que menos del 1% de los primeros, posee casi un 11% del valor de los CDT (véase Gráfico 4). A este respecto, las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV), presentan dos fenómenos distintos: una relativamente

CUADRO 6
C.D.T. CORFIN
Junio 1988

Participaciones acumuladas	
No. Dep.	Valor
32.29	3.06
57.82	10.71
77.74	23.57
96.85	56.30
98.67	67.21
99.42	76.18
99.87	89.17
100.00	100.00

Fuente: Idem

CUADRO 7A
DEPOSITOS DE AHORROS CAVS
Junio 1988

Participaciones acumuladas	
No. Dep.	Valor
84.82	13.40
92.10	25.11
95.40	36.90
98.00	61.90
98.20	68.63
98.27	73.65
98.30	79.25
100.00	100.00

Fuente: Idem

CUADRO 7B
DEPOSITOS ORDINARIOS CAVS
Junio 1988

Participaciones acumuladas	
No. Dep.	Valor
96.71	48.07
98.98	63.95
99.62	73.90
99.96	87.78
99.98	91.31
99.99	94.13
100.00	97.82
100.00	100.00

Fuente: Idem

alta concentración de los depositantes a término en UPAC y una baja concentración de los depósitos ordinarios, (*Gráfico 4, 5A y 5B*).

Estas características del mercado financiero confirman la existencia de una estructura financiera poco competitiva y un mercado de cuentahabientes y ahorradores con una distribución muy desigual de saldos, lo cual tiende a darle bastante poder de negociación a las grandes empresas. Con esta conformación la operación del mercado financiero conduce a desequilibrios que tienden a presionar al alza las tasas de interés pasivas y estimula la tendencia existente a la desintermediación.

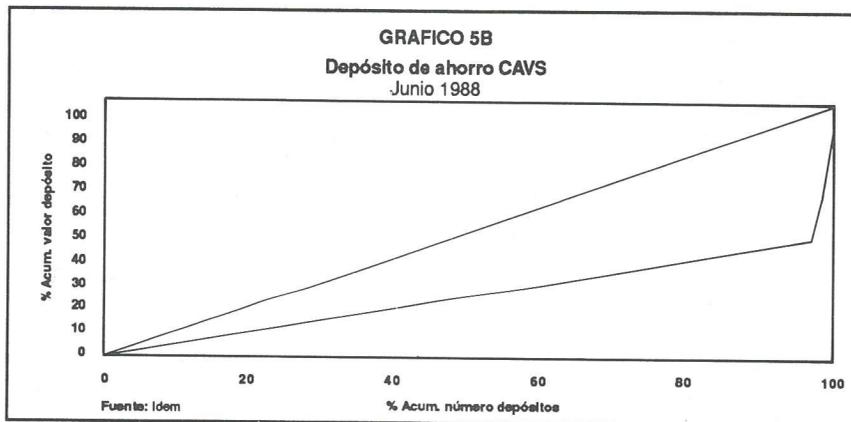
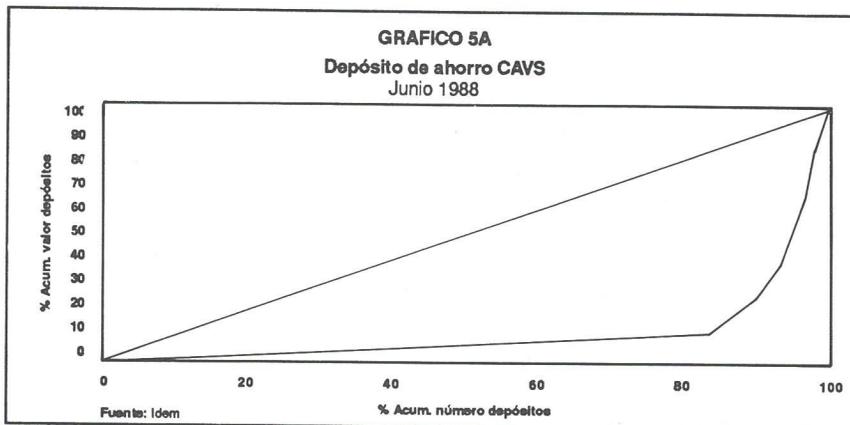
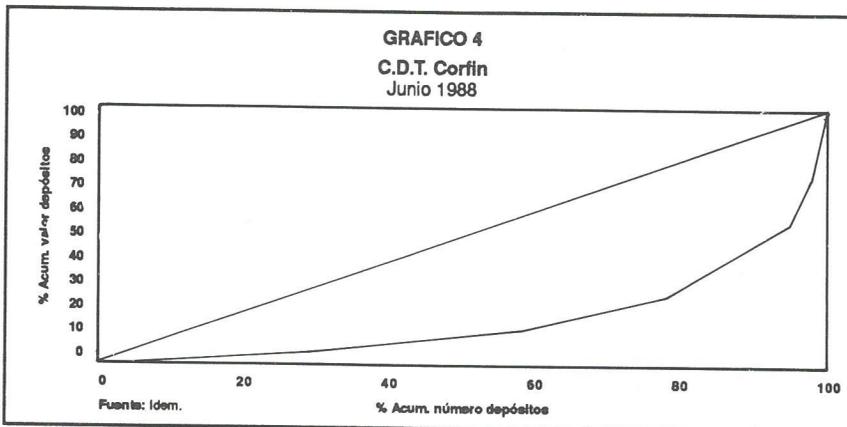
3. Conducta y eficiencia de los bancos

Además de los hechos anotados en cuanto a la estructura del mercado bancario, muchos de los cuales, como ya he dicho, surgen de la crisis de comienzos de la década, observamos la presencia de entidades con una gran heterogeneidad en algunas de sus relaciones financieras básicas, tales como las de apalancamiento, los niveles de tasas de interés activas necesarios para lograr puntos de equilibrio financiero ("break-even") y los grados de eficiencia operacional. Ello, sin duda, influye en los márgenes de intermediación y en la operación y capacidad de expansión futura del sistema.

En cuanto al apalancamiento, tenemos que a junio de este año la relación de pasivos para con el público a capital de los bancos fluctuaba en un rango que va desde un coeficiente mínimo (inferior a 2) a las que registraban excesos de apalancamiento con un máximo de casi 15 veces en una de ellas⁸. Esto pone de presente diferencias muy marcadas en las necesidades de capital, así como restricciones en la capacidad de expansión para algunos bancos.

Este desbalance tiene varias consecuencias inmediatas. En primer término, los bancos con bajo apalancamiento competirán duramente por ganar participación en el mercado, lo cual tiende a debilitar el papel de las tasas de interés como factor regulador de la demanda por ahorro financiero. En segundo lugar, la existencia de una capacidad diferencial tan acentuada para captar nuevos fondos y generar activos adicionales afecta las importantes relaciones de la clientela de los distintos intermediarios, ya que no existe perfecta movilidad⁹. Además, cuando las entidades sobrecapitalizadas no son necesariamente las más eficientes se da una mala asignación de recursos que sugeriría la conveniencia de estudiar algunas fusiones.

Otro aspecto que mencionamos, tiene que ver con la existencia de marcadas diferencias en cuanto al nivel de las tasas activas de equilibrio según



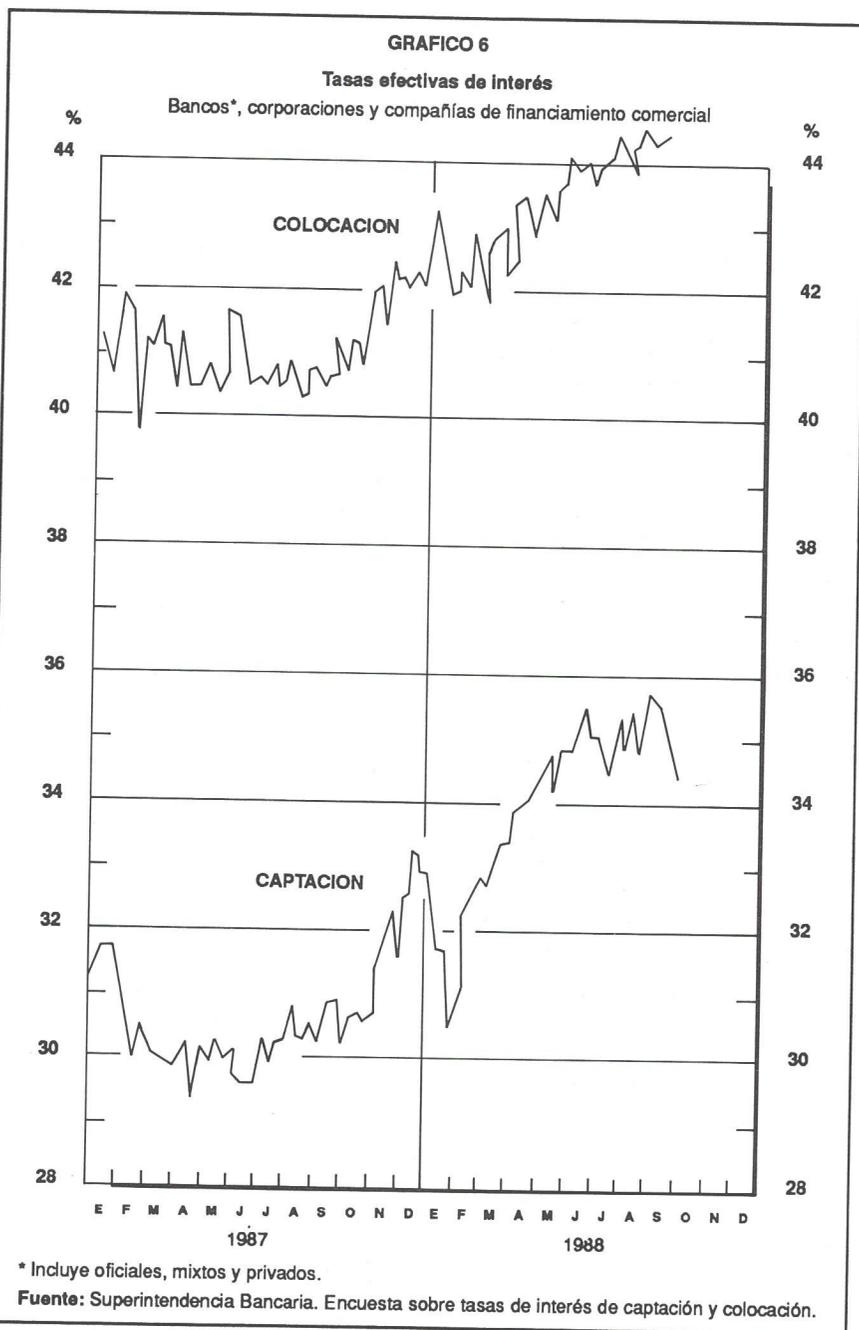
bancos. Diversos estudios realizados por el Banco de la República¹⁰ han encontrado una enorme dispersión en las tasas de interés de la cartera ordinaria que requiere cada banco para alcanzar su balance financiero. En una estructura bancaria como la analizada anteriormente, son abundantes las oportunidades para lograr rentas anormales en aquellos bancos más eficientes y con menores problemas de activos improductivos.

Así mismo, el sistema presenta una alta dispersión en los indicadores individuales de eficiencia operacional. En efecto, en el primer semestre de este año la relación de gastos operacionales a activos productivos ascendía a 3.3% para los bancos privados, mientras que para los nuevos bancos oficiales dicha relación era del 5%. De allí la importancia de elevar la eficiencia de los bancos como empresas con el fin de reducir el margen promedio con que opera el sector. Ello particularmente importante para este segundo grupo de bancos ya que son precisamente los que cuentan con mayor capacidad de expansión en razón a su bajo apalancamiento. En mi opinión, esta labor se podrá cumplir mejor mediante su privatización, como lo ha demostrado la experiencia internacional.

Como se anotó anteriormente, en una estructura bancaria en la cual coexisten bancos que pueden dar un rendimiento razonable a sus accionistas cobrando tasas activas bajas, con entidades "convalecientes" que requieren tasas de interés sobre su cartera ordinaria excesivamente altas, concurren por lo menos dos fenómenos del mercado que vale la pena destacar: primero, una marcada rigidez a la baja de las tasas de interés activas en la medida en que los bancos "convalecientes" no pueden operar con intereses inferiores; y en segundo lugar, unas rentas excesivas para los bancos con pocos problemas, situación que reduce la necesidad de incrementar su eficiencia.

Este cuadro general del mercado y sus integrantes sería más positivo si al menos con relación a las captaciones hubiera más competencia y el ahorro estuviera algo más atomizado. Pero como ello no es así, dado el alto grado de concentración entre los tenedores de depósitos, según hemos demostrado empezando por el Estado mismo, nos encontramos con que los intermediarios tienen que competir activamente por los ahorros, generando una situación a veces algo inestable que contribuye a explicar, en alguna medida, la dinámica alcista de las tasas de interés en Colombia. Cálculos recientes indican que (Gráfico 6) la diferencia entre las tasas de interés activas y pasivas del sistema¹¹ oscila entre los 9 y 10 puntos. (Gráfico 6).

En síntesis, los márgenes de intermediación vigentes son elevados y entre sus efectos nocivos está el de propiciar la desintermediación. Las causas de este fenómeno se explican fundamentalmente por tres factores:



(i) Ineficiencia operacional de ciertos grupos de bancos que conduce a elevados costos de operación, obsolescencia tecnológica y alta proporción de activos improductivos (poca eficiencia en la labor de prestar);

(ii) Pesadas cargas "cuasi-fiscales" producto de los elevados encajes y las inversiones forzosas poco rentables.

(iii) Rentas extraordinarias de los bancos más eficientes, que en vez de competir vía menores márgenes, buscan maximizar sus utilidades cargando los mismos diferenciales de interés de los bancos menos eficientes.

III. LA POLÍTICA MONETARIA Y EL DESARROLLO DEL SISTEMA FINANCIERO

El análisis que hemos realizado en las páginas anteriores, nos conduce ahora al examen de las repercusiones que para el sector en su conjunto tienen las decisiones de índole monetaria, dada la incidencia que éstas tienen sobre el comportamiento y composición de los indicadores financieros de las diversas entidades. Como veremos, la autoridad monetaria ha hecho esfuerzos importantes para suministrar un nivel adecuado de liquidez mediante el uso de instrumentos mucho más efectivos y acordes con las necesidades del sector y sus instituciones.

El funcionamiento del sistema financiero en un marco de estabilidad está desde luego ligado al manejo de la política monetaria y fiscal. Al canalizar las operaciones monetarias de la economía, éste se convierte en elemento propicio para controlar la liquidez. De manera que la política monetaria, al regular la disponibilidad de fondos prestables, afecta los ingresos y la rentabilidad de la intermediación. La fijación de niveles de encajes, la cuantía y remuneración de las inversiones forzosas y de las sustitutivas del encaje, son algunos de los elementos a través de los cuales influye de manera directa sobre las posibilidades de desarrollo del sistema financiero.

En los últimos tiempos el control monetario ha introducido muchas menos distorsiones al funcionamiento del mercado y a la operación de las instituciones y ha procurado crear condiciones favorables a la aplicación de un mayor ajuste interno por parte de éstas. Sin duda, ha habido un importante avance a este respecto, al mirar lo sucedido a partir de la crisis de 1982. En este sentido, las instituciones están considerablemente menos limitadas, porque la política ha buscado minimizar el efecto que las disposiciones contraccionistas y el crédito de fomento tienen sobre el desempeño de los bancos comerciales y las corporaciones financieras. Para desarrollar este punto nos referiremos a recientes cuantificaciones respecto de las relaciones entre el encaje y las inversiones forzosas y las

CUADRO 8
IMPORTANCIA DE LAS INVERSIONES FORZOSAS Y
SUSTITUTIVAS Y DEL ENCAJE MONETARIO COMO
PROPORCION DE LAS CAPTACIONES (%)

Fin de:	Bancos comerciales (1) Inversiones y encajes / captaciones	Corporaciones Financieras (2) Inversiones / captaciones
1976	51.1	63.2
1977	54.5	44.8
1978	55.6	50.7
1979	59.8	69.7
1980	51.9	52.3
1981	46.4	48.1
1982	44.1	46.2
1983	39.8	40.9
1984	39.0	42.9
1985	37.0	40.0
1986	39.0	43.6
1987	37.7	41.3
1988*	37.2	37.9

* La información para bancos corresponde a octubre 21 y la de corporaciones a octubre 15. La fuente de estos datos son los informes semanales de los respectivos intermediarios.

(1) Incluye la Caja Agraria. Inversiones = Forzosas más sustitutivas del encaje. Encaje = Reserva para encaje = Caja más Depósitos en el Banco de la República. Captaciones = Depósitos en cuenta corriente más depósitos de ahorro más CDT.

(2) Inversiones = Forzosas más sustitutivas del encaje. Captaciones = Bonos más CDT.

Fuentes: Revista del Banco de la República y balances mensuales de los bancos comerciales y la Caja Agraria.

captaciones y colocaciones; igualmente, a la evolución de las inversiones sustitutivas del encaje, la rentabilidad real de las inversiones forzosas, y el uso de instrumentos como las operaciones de mercado abierto, principal mecanismo de control monetario.

El encaje monetario y las inversiones forzosas y sustitutivas del encaje como porcentaje de las captaciones (tanto para bancos como para corporaciones financieras), presentan ambas una tendencia decreciente que favorece la operación de la entidades del sector. En términos porcentuales se puede ver que para los bancos se pasa de un 52% en 1980 a un 37.2% en octubre de este año y para las corporaciones financieras de un 52.3% a un 38% en el mismo período (véase Cuadro 8). Esta tendencia prácticamente no ha tenido altibajos, ni siquiera con la bonanza cafetera de 1986. (Cuadro 8).

La consecuencia lógica de esta orientación es el aumento en la proporción de las captaciones que los intermediarios financieros pueden cana-

CUADRO 9
RENTABILIDAD REAL (1) DE LAS INVERSIONES
FORZOSAS Y DEL ENCAJE (%)

Años	Promedios Anuales
1970-1973	-5.8%
1974-1978	-11.0%
1979-1983	-8.7%
1984-1988	-4.5%

(1) Calculada como: $((ri/li) + 1) / (1 + r) - 1$
 donde li = inversión
 ri = rendimiento nominal

lizar libremente, así como la creación de un campo favorable para el incremento del margen financiero bruto, dada la mayor proporción de las operaciones que se colocan ahora a tasas de interés de mercado.

En cuanto a la evolución de las inversiones sustitutivas del encaje como porcentaje de éste, para el caso de los bancos comerciales, incluida la Caja Agraria, resulta evidente que la parte improductiva ha venido reduciéndose. Mientras a mediados de la década pasada, el 92.3% del encaje era improductivo, en 1988 dicha cifra se reduce al 65%, guarismo aún elevado, pero más manejable. Evidentemente, esta modificación permite una mejora de los ingresos financieros de los bancos comerciales, pues no sólo el encaje total ha disminuído, sino que además la parte productiva ha aumentado.

Otro hecho demostrativo de que los costos de la política monetaria recaen cada vez menos sobre el sistema financiero y en particular el bancario, tiene que ver con la rentabilidad de las inversiones forzosas sean o no sustitutivas del encaje (Cuadro 9). El rendimiento real para ambos tipos de inversiones ha aumentado durante los últimos años, pues mientras que en el período 1974-1978 era de -11% en términos anuales, para 1984-1988 había mejorado en más de 6 puntos porcentuales. (Cuadro 9)

El hecho de que se haya logrado disminuir el costo para los intermediarios financieros del crédito dirigido y de la regulación monetaria, ha sido producto, en gran medida, del desarrollo de mecanismos de control diferentes a los encajes. La autoridad monetaria, a través de la intervención del Banco de la República en el mercado ha perfeccionado las operaciones de mercado abierto (Cuadro 10), convirtiendo este instrumento en el principal medio de manejo monetario. Mientras toda la actividad del Banco, incluyendo no solamente las OMA propiamente dichas, sino también las

CUADRO 10
OPERACIONES DE MERCADO MONETARIO COMO PORCENTAJE
DE LA BASE MONETARIA

Fin de:

1976	9.5
1977	21.8
1978	16.1
1979	19.5
1980	26.0
1981	21.8
1982	30.2
1983	12.3
1984	17.5
1985	27.7
1986	64.3
1987	50.2

Fuente: Revista del Banco de la República

operaciones con el sector público, representaban menos del 10% de la base monetaria en la década pasada, en 1987 ascendieron a más de la mitad de ésta. Existen diversas razones para que las OMA sean el instrumento más idóneo de control monetario. La primera consiste en que éstas recaen sobre los agentes superavitarios de la economía, facilitando una amplia distribución de su efecto, y evitan que la regulación represente un costo directo para las instituciones financieras. De otra parte, las OMA sirven de estímulo a la formación de un mercado de capitales por incrementar la variedad y calidad de activos que se transan. (*Cuadro 10*)

Bajo condiciones normales, una menor expansión primaria da lugar a un manejo más eficiente de los instrumentos de control que tienen a su disposición las autoridades monetarias. Es así como con el propósito de mantener una adecuada liquidez dentro del sistema, se ha venido reduciendo el encaje. Además, y con la intención de incrementar la captación de recursos se ha dado una mayor importancia a las inversiones sustitutivas del encaje. En conjunto, estas medidas deben haber obrado en favor de las entidades financieras y por lo tanto puede decirse que tienen ahora un campo de acción más amplio, el cual podrá mejorar en la medida en que las circunstancias lo permitan y se logre un mayor saneamiento fiscal.

Es interesante señalar otros dos aspectos de la política monetaria que inciden favorablemente en el funcionamiento y operatividad de los intermediarios financieros, y que permiten intermediar un mayor volumen de fondos. En primer lugar, se tiene la decisión de no financiar con emisión el crédito de fomento; en ello la autoridad monetaria ha obrado en forma

estricta al no considerar para este fin ni siquiera el uso del mal llamado "margen monetario". Las entidades de fomento están obteniendo los recursos para atender una amplia demanda de préstamos de fuentes sanas: ahorro captado del público, endeudamiento externo, o bien de las inversiones obligatorias.

En segundo término, se han suprimido los cupos especiales de crédito que puede conceder la Junta Monetaria en el Banco, lo cual deja un espacio mayor a la movilización libre de recursos por parte de la actividad privada. Este y los otros hechos de política señalados, constituyen elementos fundamentales de un sano manejo monetario, con una favorable incidencia sobre las variables que afectan el sector financiero.

En resumen, existe evidencia clara de que, a través del tiempo, las medidas de política monetaria se han vuelto menos gravosas para el sistema financiero y como consecuencia, ha aumentado la rentabilidad real que en el margen obtienen los intermediarios por las inversiones (forzosas y sustitutivas) que deben realizar. Los cambios observados en los indicadores en mención son muy positivos, si bien aún se puede avanzar más en esa dirección. Este proceso, promovido por la autoridad monetaria, busca lograr un sistema financiero más sólido y rentable, cuya actividad de intermediación responda cada vez más a las condiciones del mercado. Sin duda, se ha hecho un esfuerzo de importancia para que la orientación de la política sea clara y para que los instrumentos y medidas con que se opera tengan un alcance general y no produzcan efectos inconvenientes en las instituciones financieras. Naturalmente, para que se puedan conseguir todos los beneficios de esta política se requiere que todas ellas se esfuercen por buscar mayores índices de eficiencia en su labor operacional, hasta completar el proceso de ajuste interno.

IV. CONSIDERACIONES FINALES

Como se esbozó en páginas anteriores, desde la década pasada y particularmente a partir de 1974, año en el cual se introdujeron importantes reformas tendientes a liberar las tasas de interés del mercado, se inició un proceso, que aún está en curso, tendiente a incrementar el ahorro financiero, y lograr una mejor asignación del crédito dentro de un marco de estabilidad macroeconómica.

Pensamos que en este año se han seguido dando pasos importantes en materia de liberación del mercado financiero, no obstante la transitoria fijación de las tasas de interés. A ello ha contribuido en forma positiva la reorientación de los instrumentos de control monetario, gracias a la utilización de las operaciones de mercado abierto y a la racionalización de los subsidios que se otorgan a través del crédito de fomento.

Además, la política monetaria ha tenido éxito en reducir las cargas cuasitributarias del sistema, aunque ellas aún siguen siendo elevadas. La autoridad monetaria continúa manteniendo esta línea de pensamiento en el sentido de minimizar los costos indirectos que para la banca pueden representar las medidas de carácter monetario. Sabemos que los altos encajes y las inversiones forzosas que gravitan sobre los bancos y corporaciones financieras son, en última instancia, una manifestación más de desajustes monetarios, normalmente por causas de origen fiscal. La corrección de éstos se vuelve esencial para poder propiciar reducciones adicionales sin comprometer la estabilidad monetaria.

Es evidente que se han hecho grandes esfuerzos por consolidar las instituciones con el fin de superar la crisis de comienzos de esta década. Sin embargo, los avances no se han producido en forma equilibrada en los distintos frentes que inciden sobre la buena marcha del sistema financiero, en particular con relación al funcionamiento específico de las empresas que lo conforman. **El grado de competencia que tenemos hoy en el sistema bancario es altamente imperfecto y no contribuye a elevar la productividad. A la larga la acentuada participación oficial terminará por incidir negativamente sobre la conducta y los resultados de los intermediarios.** De ahí que resulta esencial buscar cambios en su composición que no incidan negativamente sobre la conducta de los bancos como empresas, cuyas metas básicas deben continuar siendo la eficiencia y maximización de utilidades, como única función objetivo.

Es necesario por lo tanto seguir efectuando, aunque en forma gradual, los cambios que permitan a la política mantener la orientación que se ha descrito, en favor del desarrollo financiero. Consideramos por ello de la mayor importancia profundizar en el proceso de ajuste y reordenamiento del sector, para beneficio no sólo de la economía en su conjunto, sino sobre todo para asegurar la viabilidad misma del sistema y evitar que se repitan situaciones que tanto traumatismo han causado.

El bajo nivel de ahorro financiero y su alta concentración, introducen un sesgo hacia elevadas tasas de interés pasivas en términos reales, las cuales, adicionadas con márgenes de intermediación cercanos a los 10 puntos dan lugar a tasas activas aún más altas. Surge así un proceso perverso de selección de riesgos, porque de una parte, éste se concentra excesivamente en las instituciones financieras y, de otra, los márgenes constituyen una invitación a la desintermediación. Dicho de otra forma, el crédito se dirige a sectores menos seguros, mientras que aquellos con bajos grados de riesgo pueden obtener financiación en forma directa.

Al analizar los elementos que tienen mayor incidencia en los altos márgenes requeridos para la viabilidad financiera de las entidades banca-

rias, debe destacarse que dos de ellos: la eficiencia operacional y el éxito en la labor de prestar (peso de los activos improductivos, cartera mala) están determinados por la labor administrativa, en tanto que sólo el tercero, las inversiones forzosas y encajes que debe asumir el sistema, depende de condiciones externas a los intermediarios.

Respecto de la gestión administrativa no sobra recordar que todas las crisis bancarias, sin excepción, han estado acompañadas de deficiencias en la tarea gerencial¹², caracterizadas por un pobre manejo del portafolio de préstamos. La banca ha sido, es y será siempre un negocio de riesgo. Es precisamente en esta área en la cual el sistema colombiano ha mostrado las mayores debilidades y en el que se deben producir los correctivos más profundos; desde luego, corresponde a cada entidad hacerlos al interior de su organización.

En nuestra opinión, se requiere actuar también en los frentes relativos a la organización del sector, esto es, respecto de la estructura actual del mercado, de la eficiencia del sistema y, sobre el fortalecimiento de la labor de supervisión y control. Con relación al primer punto, la política oficial se encamina en la dirección de iniciar acciones concretas tendientes a la **reprivatización de las entidades que controla el Fondo de Garantías** previa la adopción de un estatuto para el efecto. Ello será posible una vez concluya el pleno restablecimiento de las empresas bajo su control. Del mismo modo, debe considerarse la opción de fusionar instituciones, con el propósito de eliminar distorsiones tales como las que surgen de entidades sobrecapitalizadas.

Para un efectivo desarrollo de este objetivo es conveniente y necesario el apoyo de la inversión extranjera. La llamada colombianización mermó las fuentes de capital y atrasó en muchos años el desarrollo del sector. La contribución de la inversión extranjera es importante no sólo por el aporte de recursos adicionales, sino por el mayor grado de competencia y de eficiencia que con ello se propicia. Estudios recientes de la OECD encuentran que en aquellos países que excluyen a la banca extranjera, los bancos obtienen márgenes brutos de intermediación considerablemente superiores y mayores utilidades (antes de impuestos) como proporción de sus activos, así como mayores costos operacionales, frente a otros países que sí admiten la competencia exterior. Evidentemente, la industria de servicios financieros no es diferente de aquellos otros sectores productivos que operan detrás de excesivas barreras proteccionistas; en ambos casos, se sacrifica el logro de una mayor eficiencia.

En conclusión, a lo largo de esta charla, creo haber explicado que la política monetaria y su objetivo de control de los medios de pago ha tenido un cumplimiento, satisfactorio, al tiempo que ha introducido cambios fa-

vorables a la mejor operación del mercado financiero y de sus instituciones, especialmente en lo relacionado con la reducción del encaje y la mayor rentabilidad y negociabilidad de las inversiones forzosas. He señalado también que las instituciones del sector, especialmente la bancaria, debido a problemas de concentración no están aprovechando todos los beneficios que se pueden y deben derivar de esta política. Ello debido a que el proceso de ajuste interno requerido ha sido lento, en términos de lograr una mayor productividad a través de mejoras en la eficiencia operacional, una baja en los activos improductivos y una mayor capitalización. En consecuencia, consideramos que se deben producir nuevas acciones para corregir las fallas en la estructura del mercado a que nos hemos referido y corresponde a las entidades financieras hacer lo suyo para que la tarea de intermediación retome la dinámica que todos deseamos.

NOTAS:

1. Incluye: bancos comerciales, Caja Agraria, BCH, corporaciones financieras, de ahorro y vivienda y compañías de financiamiento comercial.
2. Deflactado por IPC.
3. Incluye: Bancos: cuentas corrientes, CDT, depósitos fiduciarios. Corporaciones financieras: CDT y bonos en circulación. CAV: cuentas de ahorro UPAC, CDT, UPAC y depósitos ordinarios. Compañías de financiamiento comercial: documentos por pagar. BCH: cédulas hipotecarias y de capitalización.
4. Incluye cartera, inversiones voluntarias y deudores varios (créditos sobre el interior y descubiertos en cuenta corriente).
5. M3 = (DCC) + Efectivo + Cuasidineros (Depósitos Ahorro + CDT bancos, corporaciones financieras y Caja Social + Depósitos CAV) + CDAT + Depósitos Fiduciarios + Captaciones Compañías de Financiamiento Comercial + Cédulas hipotecarias + Bonos de Desarrollo Económico + TAC + TAN + Bonos Cafeteros + CEV + TER.
6. Por lo general hay vacíos importantes en relación a cuál es el objetivo preciso que debe regir la gestión de los administradores de empresas oficiales. No pocas veces objetivos múltiples, no siempre consistentes, financieros y no financieros a los que deben adecuarse los administradores. En la mayoría de los casos el costo de los objetivos no-financieros o no-comerciales que la entidad debe ejecutar, se desconocen y rara vez hay interés porque se establezcan con precisión. Ello hace, de una parte, que los resultados financieros de las entidades no tengan toda la utilidad que deberían tener para evaluar ex-post una determinada gestión administrativa, que a la vez guíe y motive a la administración para buscar mejoras en la eficiencia interna. De otra parte, conduce a que no siempre se fijen los precios que reflejan los verdaderos costos de oportunidad en que incurren las entidades, afectando negativamente sus resultados financieros. Véase por ejemplo, R.H. Floyd, C.S. Gray y R.P. Short, *Public Enterprises in Mixed Economies: Some Macroeconomic Aspects*, IMF, 1984.
7. Maxwell, Fry, Money, Interest and Banking in Economic Development, John Hopkins, 1988.
- 8.

APALANCAMIENTO DE LOS BANCOS

(Junio, 1988)

(PCP / k)* /	Número de bancos
Menos de 3	3
3 a 6	8
7 a 10	9
Más de 10	4

* PCP = Pasivos para con el público y K = Capital + Reservas + Boceas + Superávit.

9. Herrera, Santiago, "Fijación de Precios por un Banco con clientes con información imperfecta", Revista Cemla.
10. Véase por ejemplo, Montes, Fernando y Carrasquilla, Alberto, ESPE, No. 10.
11. Encuesta sobre las tasas de interés efectivas de captación y colocación de los bancos comerciales, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial, de la Superintendencia Bancaria.
12. A. De Juan, "Deterioration of Bank Management as a Major Element in Banking Crises, IBRD, mimeo, diciembre 1986. The Economist, "A Survey of International Banking: The Survival of the Fittest", marzo 16, 1988.