

# UPAC

## Una Teoría Convertida en Exitosa Realidad

### PRESENTACION

*Al cumplir los quince años de actividades el Sistema Colombiano de Ahorro y Vivienda (UPAC) celebró tal ocasión en compañía de sus colegas de la Unión Interamericana para la Vivienda en la ciudad de Cartagena en mayo de 1987.*

*Los decretos constitutivos de sistema UPAC fueron firmados en mayo de 1972 y las primeras Corporaciones de Ahorro y Vivienda se fundaron a finales del mismo año. Fue realmente 1973 el primer año de operaciones de nuestro sistema, y por ello hemos querido recopilar en esta publicación las cifras estadísticas de estos quince años junto con la teoría y los principios que lo inspiraron, según una versión libre de dos economistas que participaron en su creación y han hecho un permanente seguimiento de su desarrollo. Esperamos que el análisis que ellos hacen satisfaga el interés de numerosas entidades y personas que tanto en Colombia como desde distintos países nos solicitan información acerca de cómo se inició este sistema y cómo ha logrado consolidarse en un ambiente inflacionario.*

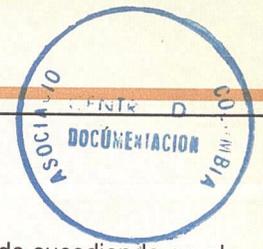
*Al conmemorarse estos quince años de exitosa operación no podríamos dejar de expresar nuestro reconocimiento a quienes más directamente contribuyeron a su creación, hecho que requirió un minucioso análisis legal y económico, así como gran coraje en las decisiones de carácter político. En este sentido es un excelente ejemplo de cómo el sector privado, gracias al aporte de un gran número de ahorradores, y el gobierno pueden trabajar armónicamente para bien de toda la sociedad.*

FELIX ISAZA ARANGO  
Presidente Consejo Directivo  
Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda

Donación: Cámara de Comercio Julio 1991

BOGOTA





## **EL SISTEMA COLOMBIANO DE AHORRO Y VIVIENDA:**

## **UNA TEORIA CONVERTIDA EN EXITOSA REALIDAD**

Durante los últimos quince años, algo poco conocido fuera de Colombia ha venido sucediendo en el campo de la economía, de la financiación hipotecaria y de la construcción. El propósito de este folleto es intentar una explicación, en forma sencilla pero al mismo tiempo lo más exacta posible, de lo que ha ocurrido.

Aspiramos, en especial, a que los esfuerzos hechos en Colombia tendientes a colocar la construcción de vivienda y el desarrollo urbano en un alto nivel dentro del contexto de las políticas globales de desarrollo contribuyan a que exista una mejor comprensión del potencial que este sector ofrece y así se facilite su perfeccionamiento en Colombia y su desarrollo en los distintos países.



El Sistema Colombiano de Ahorro y Vivienda UPAC (siglas de Unidad de Poder Adquisitivo Constante), inició operaciones en 1972 como un instrumento de ejecución del Plan de Desarrollo de las Cuatro Estrategias. Para ello, el Presidente Misael Pastrana hizo uso de la facultad que le otorgaba la Constitución Nacional de intervenir en el manejo del ahorro privado. En uso de tal atribución expidió unos decretos muy simples pero muy importantes. En sus comienzos, el Sistema no contaba con oficinas propias ni con personal especializado, aunque el antiguo Banco Central Hipotecario fue autorizado para crear su propia Corporación. En la actualidad existen 10 corporaciones con 800 sucursales a través de todo el país, con depósitos que sobrepasan los 3 mil millones de dólares en cerca de 4.0 millones de cuentas de ahorro, fondos que en su casi totalidad han sido invertidos en préstamos a constructores e hipotecas. Ningún ahorrador ha perdido un solo peso.

A través de todo el tiempo de vida del Sistema, ha existido una alta tasa de inflación junto con una amplia variación en las tasas de interés del Sistema Financiero, de tal modo que dichas tasas nunca han estado por debajo del 20 por ciento, y en ocasiones han superado el 40 por ciento. En muchos otros países, los sistemas con tasa de interés muy variables han causado estragos al financiar hipotecas a largo plazo lo cual ha generado ganancias y pérdidas arbitrarias y amplias variaciones en la disponibilidad de fondos para la construcción, que a su vez se reflejan en bruscas fluctuaciones en el P.I.B.

La demanda de préstamos en Colombia ha sido tan alta que se hizo necesario limitar los plazos hipotecarios a 15 años. Por lo tanto, los pagos mensuales de amortización han sido altos y se han constituido en una importante fuente de nuevo ahorro, que en la actualidad alcanza un ritmo anual de US\$500 millones. Estos ahorros son reinvertidos prontamente en préstamos para nueva construcción.

**La sola recuperación de  
préstamos llega a los  
US\$500 millones por año.**

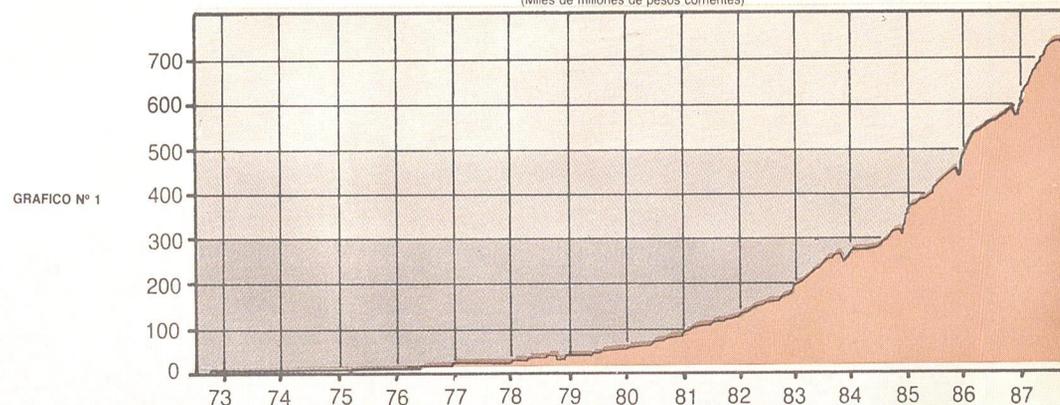
### ¿Por qué se requería un nuevo sistema?

La función básica de un sistema de ahorro y préstamos hipotecarios consiste en tender un puente entre el deseo de los ahorradores de gozar de seguridad y liquidez y el deseo de los constructores y propietarios de vivienda de obtener préstamos a largo plazo con intereses lo más bajo posibles. A lo largo de todo el Siglo XIX y gran parte del Siglo XX hubo una inflación moderada, de tal modo que la tasa de interés nominal estuvo muy cerca de la tasa real en términos de poder adquisitivo del dinero. Por lo tanto, las organizaciones de ahorro podían confiar en la existencia de tasas de interés estables, tanto para el ahorrador como para el deudor. La excepción se produjo durante los períodos bélicos, pero en esos años la construcción estuvo estancada. Otra excepción se registró en tiempos de paz en muchos países en vía de desarrollo.

Dichos países habían diseñado sus sistemas con base en los de países más desarrollados, a pesar de que experimentaban una inflación mucho mayor. La inflación implicaba que el poder adquisitivo de los ahorros invertidos a tasas de interés fijas caía en forma sostenida, de tal manera que la gente prefería invertir en propiedad raíz o recurría a la fuga de capitales. Esto sucedía principalmente con el ahorro personal. En cuanto al ahorro de las empresas, éste se destinaba en su mayor parte a expansión de planta y equipo y no se invertía en papeles de rentabilidad fija.

En Colombia, antes de 1972, la financiación de la construcción se limitaba a vivienda altamente subsidiada para la clase más pobre, o a préstamos para grupos de medianos o altos ingresos a tasas de interés relativamente bajas. Con el fin de sostener tasas bajas, los recursos provenían de la venta de bonos libres de impuestos a los grupos más acomodados, lo cual se traducía en que el gobierno subsidiaba las tasas de interés a costa de sus ingresos y de los grupos más necesitados.

EVOLUCION DE LA CAPTACION DE LAS CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA  
(Miles de millones de pesos corrientes)



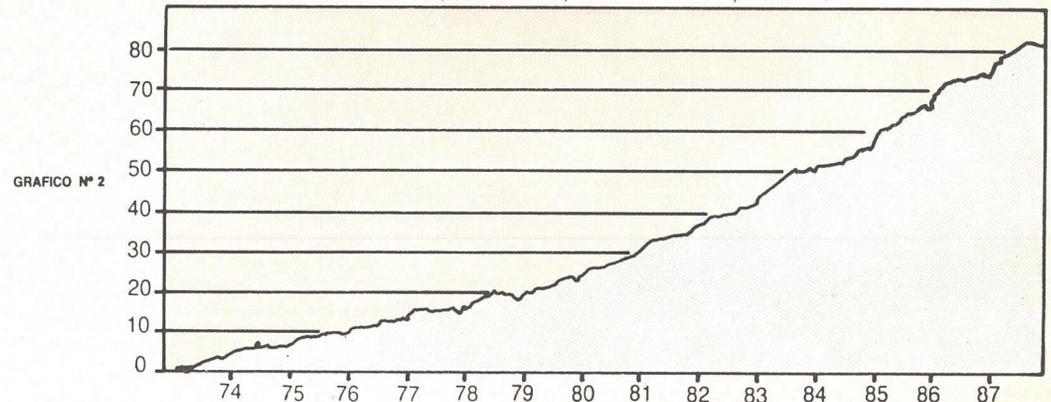
Toda la construcción estaba subsidiada. Por lo tanto su volumen total era muy bajo; en términos de valor agregado estaba por debajo del 1 por ciento del PIB, y en la mayoría de los casos, la calidad de la vivienda dejaba mucho que desear.

A medida que aumentaban las tasas de inflación y las tasas de interés, se hacía cada vez más difícil proporcionar un volumen adecuado de préstamos a largo plazo a tasas de interés bajas. En vista de que existía mucha demanda de gasto público, la vivienda de bajo costo de las instituciones oficiales cayó notablemente, y la economía en general se vio privada del impulso latente pero muy grande que ofrecía el ahorro destinado a la construcción, con su consiguiente impacto sobre la actividad económica y el empleo que dicho sector podría proporcionar.

La inflación desestimula el ahorro y fomenta el consumo o la fuga de capitales.

En Colombia había dos razones principales para otorgar una atención especial a la edificación. Una, por supuesto, era el deseo general de aumentar el stock de vivienda, tanto en cantidad como en calidad. Además, se hacía necesario elevar el nivel de empleo y de la producción en general. Todos los países en desarrollo han venido experimentando en su población el fenómeno de un desplazamiento de actividades rurales hacia actividades urbanas. La tendencia hacia ese cambio se origina en la creciente productividad agrícola y en la relativamente baja elasticidad-ingreso de la demanda de productos alimenticios. Este cambio, que parece ser un invariable corolario del crecimiento, da origen a un gran aumento en la demanda de vivienda en las ciudades, y sirve al mismo tiempo como medio para facilitar la absorción de una creciente fuerza laboral urbana. Por medio de la construcción se satisfacen ambas necesidades.

EVOLUCION DE LA CAPTACION DE LAS CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA  
(Miles de millones de pesos constantes - Dic. 1972)



**La construcción de vivienda puede impulsarse en forma exógena para revertir tendencias recesivas en la economía.**

**El incremento potencial de nueva vivienda puede ser muy alto en relación al stock.**

**Lograr que los pagos mensuales de amortización de las hipotecas no superen los arriendos corrientes.**

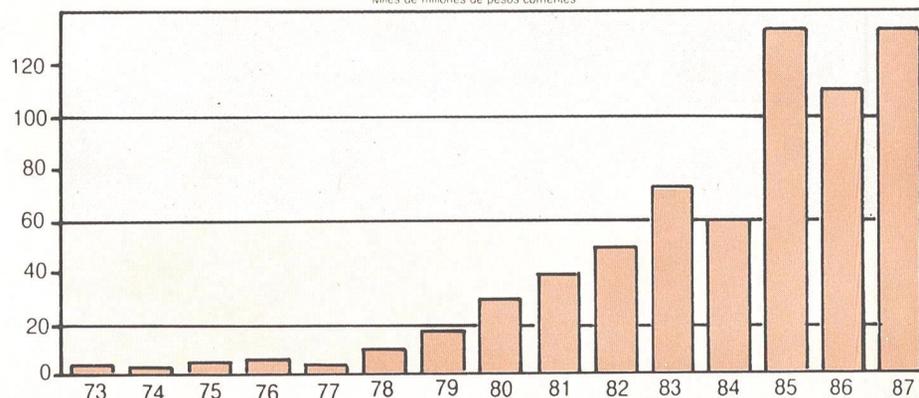
Con el fin de reactivar la economía o de elevar la tasa de crecimiento a niveles más favorables, es necesario encontrar sectores importantes en los cuales la demanda y la producción puedan incrementarse mediante estímulos exógenos. Dos sectores potencialmente explotables serían el de las exportaciones y el de la construcción. Una tercera posibilidad sería un déficit fiscal, es decir que el gobierno gastara más de lo que recauda en impuestos, pero menos deseable por muchas razones. El más conocido es el de las exportaciones, y es común que se diga que éstas son un motor del crecimiento, como ha sucedido en el caso de los países del Este de Asia y en otros que han experimentado bonanzas petroleras o cafeteras. Menos obvio, pero igualmente efectivo, es el sector de la vivienda, puesto que esta última cuenta con una enorme demanda latente que puede ser movilizada. Esto, en parte, obedece a que la demanda de vivienda es una demanda de todo el stock de vivienda, tanto nueva como usada. El stock de vivienda existente es enorme en comparación con su incremento anual. Con solo canalizar una pequeña parte de la demanda hacia vivienda nueva, el incremento potencial puede ser muy grande, tanto en términos absolutos como relativos, en comparación con el aumento porcentual en el stock total de vivienda.

¿Qué factores determinan las demandas relativas de vivienda nueva o usada? La respuesta a esta pregunta proporciona la clave sobre la posibilidad de conseguir que la construcción sea un sector líder. En realidad no hay misterio alguno. La respuesta depende de la relación que exista entre los pagos mensuales de la financiación de una vivienda nueva y los arriendos corrientes en viviendas comparables. Si es posible disminuir dichos pagos mensuales, también será posible dar un impulso a la construcción y a la actividad económica en general. Lo cual constituye también una explicación del porqué el control de arrendamientos es tan antieconómico, puesto que éste lleva a una caída en la construcción que de otra forma no ocurriría.

Existen también otras razones del porqué la edificación es deseable como un sector líder. Por una parte, los insumos de la construcción son, en su mayoría, producidos en el país y ocasionan muy poca presión, en primera instancia, sobre la balanza de pagos. Por otra, la construcción utiliza una proporción inusualmente grande de mano de obra relativamente no calificada. Hay aún una tercera razón, y es que la construcción consiste en buena parte en un ensamble de productos industriales, de tal modo que más de la mitad de los gastos que ocasiona una nueva construcción aparece en las cuentas nacionales no bajo el renglón de "construcción", o del valor agregado en el lugar de la misma, sino bajo los renglones de industria, transporte, comercio, etc. El costo de la tierra es un pago de transferencia que no absorbe recursos reales, es decir ni mano de obra ni insumos. En otras palabras, es una transferencia entre personas, que sigue disponible para ser invertida en otras cosas. Finalmente, la demanda de vivienda es insaciable. Todos queremos una mejor vivienda y una mejor localización. En Singapur, por ejemplo, la ciudad entera fue reconstruida e incrementada en quince años, y recientemente se han demolido apartamentos de una alcoba para construir otros con dos, tres y hasta cuatro alcobas. En los Estados Unidos, después de doscientos años de construcción, la gente aún está gastando cerca del 30 por ciento de su ingreso disponible en la "operación vivienda" —arriendos reales o imputados—, servicio de la deuda, muebles y enseres y servicios públicos.

CAPTACION ANUAL CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA  
Miles de millones de pesos corrientes

GRAFICO Nº 3



**Un sector que no ejerce presión sobre las importaciones y tiene efectos multiplicadores sobre toda la economía.**

**La demanda es insaciable, no se satura.**

Este sector potencialmente "líder", o sea aquel que puede ser estimulado para que se mueva en contra de la tendencia de la economía en su conjunto, estuvo estancado por muchos años en Colombia. Los gastos en edificación se mantuvieron alrededor del 1 por ciento del PIB, y en el mejor de los casos alrededor del 2 por ciento. En Estados Unidos el valor bruto de la construcción de vivienda era de cerca del 5 por ciento del PNB entre 1978 y 1979.<sup>1</sup> El volumen más alto hasta ahora conseguido por país alguno lo logró Singapur —que por varios años mantuvo la edificación alrededor del 10 por ciento del PNB— y además gastó tres o cuatro puntos porcentuales en forma adicional en infraestructura. Un estudio comparativo indicó que para el caso de países en desarrollo, el promedio de edificación era de 5.5 por ciento del PIB —para el grupo medio de tales países— y que para el grupo más alto era de 6.5 por ciento, cifras que en mucho superaban a las de Colombia<sup>2</sup>, que estaban alrededor del 2.5%.

<sup>1</sup> Informe Económico del Presidente al Congreso, 1980, Pág. 219.

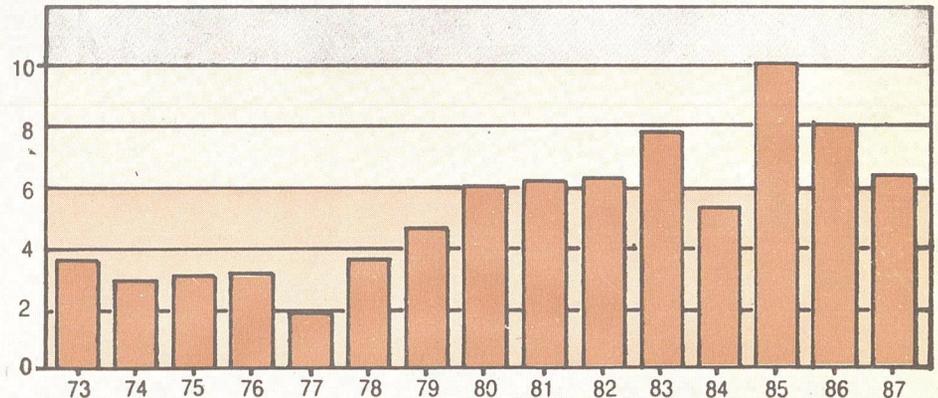
<sup>2</sup> Leland S. Burns y Leo Grebler, "Resource Allocation to Housing Investment: A Comparative International Study". *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 25, Nº 1, octubre de 1976, Pág. 130.

## Cómo resolver el problema causado por la inflación

Si se exceptuaba el ahorro forzoso, parecía que tan sólo había dos posibilidades. La primera consistía en hacer que las tasas de interés sobre las hipotecas fluctuaran de acuerdo con la variación en las tasas del mercado. Esta ha sido, en forma creciente, la solución adoptada en los Estados Unidos, aunque se ha objetado que las personas que solicitan préstamos a largo plazo no conocen el monto de las tasas de interés reales o nominales que tendrán que pagar y que las tasas corrientes fluctúan ampliamente (véase Gráfico 6). La otra solución consiste en mantener constantes las tasas de interés pero variando el principal o saldo pendiente de las hipotecas de acuerdo con las variaciones que registre el costo de vida. El razonamiento de esta segunda alternativa es que en general los salarios y el valor de la vivienda o bien se mueven al ritmo del costo de vida o bien aumentan más que éste. El ajuste (corrección monetaria) al principal de los préstamos es un ajuste contable; los pagos mensuales en dinero, tanto por intereses como por amortización de los préstamos, se mantienen dentro de una proporción constante del ingreso. A menos que el deudor individual quiera pagar una proporción mayor en los primeros años. Las corporaciones colombianas ofrecen varias alternativas.

CAPTACION ANUAL CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA  
Miles de millones de pesos constantes (Dic. 1972)

GRAFICO N° 4



Al deudor no se le garantiza que su pago en efectivo sea constante, pero sí que sus pagos mantendrán una relación relativamente constante con su ingreso. Como en general los ingresos aumentan más que los precios, en el caso de que haya un aumento en la productividad per cápita, la proporción entre pagos e ingresos mostrará una disminución gradual.

¿Cuál es, entonces, la diferencia entre las dos soluciones frente al problema de ajustar el pago del servicio de la deuda a las tasas que deban ser pagadas a los ahorradores con el fin de atraer fondos para la construcción?

El ajuste al principal de los ahorros y de los préstamos tiene dos ventajas. Aunque en general las tasas de interés siguen la inflación, tal relación es errática, y en los países en vía de desarrollo es difícil conocer la tasa de interés que se debe adoptar como representativa. En segundo lugar, el ajuste en el caso de los intereses variables no es un ajuste contable, sino un pago en efectivo. Si, por ejemplo, la tasa de interés nominal es del 30 por ciento, se espera que el deudor pague, durante el primer año, el 30 por ciento, más un pago de amortización, y que este pago sea hecho en dinero. Por lo tanto, es posible que en el primer año se le solicite el reembolso de una tercera parte del préstamo original, lo cual constituye un muy alto porcentaje de su ingreso. Esto automáticamente excluye a muchos compradores potenciales que no pueden cubrir los pagos correspondientes al primer año.

Cuando el ajuste se hace al principal, el prestatario solo tiene que pagar la tasa de interés, que puede ser el 8.0 por ciento sobre el préstamo original, más esa misma tasa y la amortización correspondiente (a un plazo de 15 años) sobre el ajuste al principal, lo cual representa un pago en dinero mucho menor. El incremento mensual en la cuota (con nuestros supuestos de 8.0 por ciento de interés y 21 por ciento de corrección monetaria) sería del 1.6 por ciento (véase Anexo I). Al ahorrador, por su parte, se le garantiza que su ahorro estará protegido contra la erosión causada por la inflación y recibirá –adicionalmente– una tasa de interés real.

Lo importante es que tanto los pasivos como los activos de las organizaciones de ahorro se ajusten constantemente de acuerdo con la tasa de inflación, evitando en esta forma grandes variaciones en el flujo de fondos hacia la construcción, como las ocurridas en los Estados Unidos. Al remover el elemento especulativo o, más exactamente, al evitar que se apueste a la inflación, las organizaciones de ahorro pueden operar con un margen estrecho, se puede asegurar un flujo regular de fondos hacia la construcción y se puede incrementar en forma substancial el número de posibles prestatarios.

RECUPERACION DE CARTERA DE LAS CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA  
Miles de millones de pesos corrientes

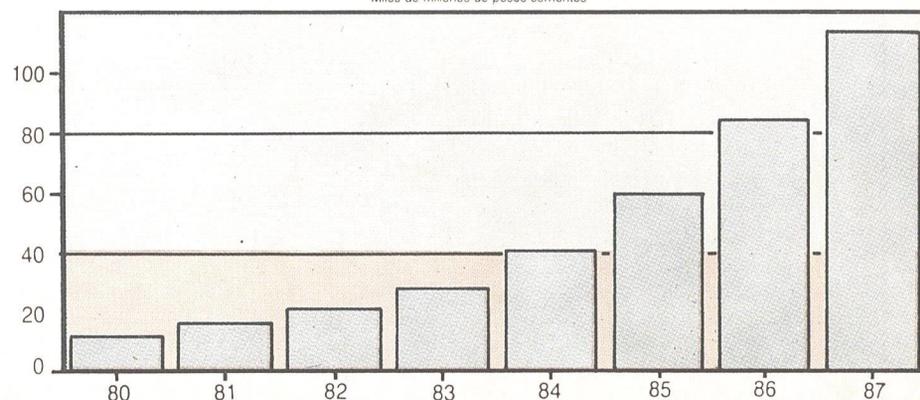


GRAFICO Nº 5

**La corrección monetaria no sólo protege al ahorrador; facilita también los pagos al deudor hipotecario.**

**Las entidades de ahorro y préstamo deben ajustar tanto sus activos como sus pasivos con el mismo índice.**

Esta fue, entonces, la razón de la aceptación inmediata y del éxito obtenido por el Sistema Colombiano de Ahorro y Vivienda. Para la gente acostumbrada a pensar en términos nominales en vez de reales, el ajuste al principal de los ahorros y de los préstamos puede parecer complicado. Debe anotarse, sin embargo, que en el primer año de operación del Sistema, fueron abiertas aproximadamente 60.000 nuevas cuentas de ahorro por un monto de US\$ 426 millones (a precios de 1985) y que las solicitudes de préstamo fueron bastante superiores a los fondos disponibles. Resulta sorprendente que los colombianos en general hubiesen podido captar tan rápidamente los elementos esenciales del nuevo sistema, mientras que las organizaciones de ahorro de los Estados Unidos, y los organismos de regulación gubernamental siguen experimentando con tasas de interés variables y afrontando serios problemas.

## Críticas

### 1. Como causante de la inflación

Debe subrayarse el hecho de que la corrección monetaria, o indización, como se le denomina en los Estados Unidos, nunca fue propuesta como un medio para prevenir la inflación. Se propuso, más bien, como un instrumento para evitar o aminorar las distorsiones e injusticias originadas por la inflación. Si no hay inflación, no hay necesidad de efectuar una corrección monetaria ni de instituir un sistema contable en términos de una unidad de valor constante. El hecho de que se piense lo contrario parece haber emanado de dos fuentes. La una tenía que ver con una dificultad semántica. En vista de que los depósitos en cuenta corriente se consideran universalmente como un componente del dinero o de los medios de pago, resulta comprensible el porqué algunas personas caen en la trampa de considerar que todos los depósitos son dinero o medios de pago. Esto los lleva luego a defender el curioso punto de vista de que un crecimiento en los ahorros es inflacionario, algo manifiestamente absurdo. Tal es el peligro inherente a la semántica.

Sin embargo, la diferencia básica entre el dinero ( $M_1$ ) y lo que no forma parte del mismo, no es fácil de entender. Tal diferencia no estriba en la liquidez, ni en una unidad de valor, ni en un depósito de valor —elementos que los intentos tradicionales por definir el dinero han considerado— sino en el diferente propósito que cumplen las cuentas corrientes, por una parte, y las cuentas de ahorro, por la otra y, por consiguiente, en las diferentes motivaciones que tiene la demanda de tales depósitos. En el caso de las cuentas corrientes, tanto las firmas comerciales como los individuos mantienen saldos con el fin de tener disponible la diferencia entre ingresos y egresos y de usarlos como un elemento en su contabilidad que garantice un registro ordenado de recibos y de gastos. Para satisfacer estos propósitos están dispuestos a renunciar a los intereses o, si las tasas nominales de interés son muy altas, a aceptar una tasa más baja. La demanda de depósitos de ahorro, por otra parte, emana de una fuente diferente —el deseo de percibir un ingreso.

¿Por qué es tan importante dicha diferencia? Porque los individuos y especialmente las empresas tratan de mantener el menor porcentaje posible de sus ingresos brutos en cuentas que producen poco o ningún interés. Sucede que el monto que es conveniente mantener está estrechamente relacionado con el ingreso bruto. Por lo tanto es posible expresar esta demanda de medios de pago como un porcentaje del ingreso bruto. Si el porcentaje representa, como ejemplo, un 12.5 por ciento, la razón inversa de esta cifra, o sea 8, es la velocidad-ingreso del dinero, de tal modo que la cantidad de dinero multiplicada por su velocidad-ingreso es igual al ingreso nacional bruto.

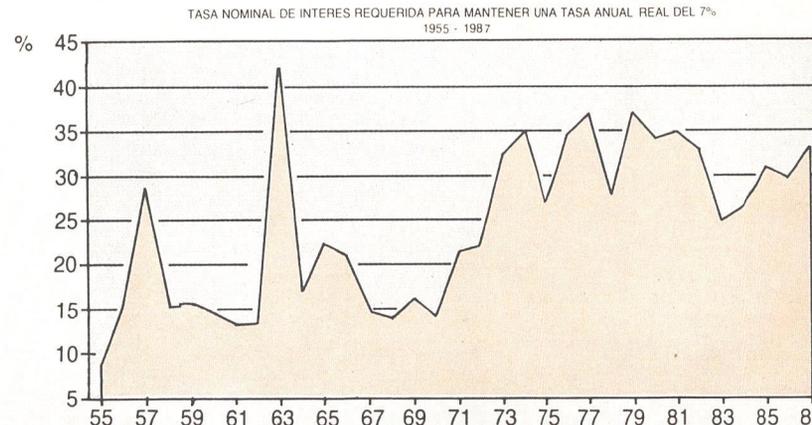
Si, por consiguiente, la demanda de dinero (cuentas corrientes y billetes) constituye un porcentaje más o menos constante del ingreso bruto, los cambios en la oferta de dinero llegan a adquirir una enorme importancia en todo lo relacionado con el control monetario y con la explicación de los cambios en el ingreso monetario.

**La corrección monetaria nunca fue propuesta como medio para prevenir la inflación. Si no hay inflación no se requiere corrección.**

Las autoridades monetarias pueden controlar la oferta de cuentas corrientes mediante cambios, bien sea en la oferta de reservas bancarias (depósitos de bancos comerciales en el Banco Central) o en la proporción requerida entre reservas y cuentas corrientes (o sea el encaje). En cambio, no pueden ejercer un control directo sobre el volumen de depósitos de ahorro, puesto que éste depende de los hábitos de ahorro de la gente y del rendimiento relativo que las distintas modalidades de ahorro puedan tener. Al imponer un encaje a tales depósitos, las autoridades solamente pueden reducir el volumen de los depósitos de ahorro que puede prestarse –mas no así el volumen total de los ahorros–. Paradójicamente, si se impone un encaje al ahorro, lo único que se consigue es reducir el volumen de cuentas corrientes y la disponibilidad de fondos prestables provenientes de ese ahorro.

Esta confusión entre dinero y ahorro ha llevado a muchos, entre ellos a no pocos economistas, a creer que los depósitos de ahorro crecen a expensas de los depósitos en cuenta corriente. Se piensa que si alguien abre un depósito de ahorro en una corporación –depositando un cheque contra una cuenta corriente – el volumen total de depósitos en cuenta corriente de los bancos disminuye. Pero esto solo es cierto si el nuevo depósito de ahorro no da origen a un préstamo de la corporación, que finalmente irá a convertirse en un depósito en cuenta corriente de un banco o, si la corporación no puede prestar sino parte del nuevo ahorro recibido porque se ha impuesto un encaje a los depósitos de ahorro. En este último caso parte del dinero queda congelado en el Banco Central y tiende a reducir el volumen de cuentas corrientes.

GRAFICO Nº 6



**El encaje a los depósitos de ahorro, paradójicamente, reduce los depósitos en cuenta corriente, no los de ahorro.**

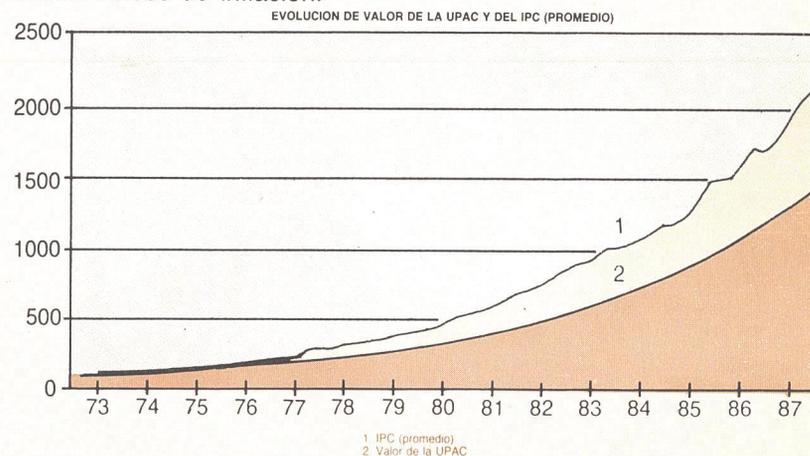
**Para combatir la inflación las autoridades monetarias pueden y deben controlar las cuentas corrientes, no el ahorro.**

Lo mismo sucede en el caso de depósitos de ahorro o a término en los bancos comerciales. El volumen de activos y pasivos (depósitos) solo puede aumentar si el encaje impuesto a los depósitos a término es menor que el impuesto a las cuentas corrientes. El desplazamiento de depósitos puede ocasionar una baja en el volumen de cuentas corrientes en la medida en que los bancos tengan ahora menos reservas que antes, porque tienen que mantener reservas contra depósitos de ahorro o a término.

## 2. La indización de sueldos y salarios

Un segundo motivo de crítica está relacionado con otra forma de indización que es particularmente censurada por los economistas, puesto que se sostiene que es la responsable de la inflación de costos o de la inflación que surge de un aumento en el costo monetario por unidad de producción. Si el costo por unidad de producción en su conjunto aumenta más que el producto de  $M_1$  por  $V$ , el poder adquisitivo será inadecuado y el resultado será el desempleo. Si las autoridades incrementan  $M_1$  con el objeto de prevenir ese resultado, "acomodan" la inflación que surge de los costos y se ven atrapadas en un círculo vicioso de inflación.

GRAFICO N° 7



Este es un fenómeno particularmente problemático que se ha manifestado en un gran número de países. Sin embargo, si se examina más de cerca, se encontrará que la inflación de costos se origina no en un ajuste salarial ante aumentos de precio que tuvieron lugar en el pasado (más el crecimiento global de la productividad por trabajador), sino en los intentos de anticiparse a una futura inflación. Un acuerdo para contrarrestar una inflación anticipada de, digamos, dos años hacia adelante tiene como efecto un *inmediato* aumento en los costos en relación con el ingreso monetario actual. Esto no sucede, desde luego, en el caso de los ajustes por concepto de aumentos pasados en el nivel general de precios, tal como se hace en el caso de los ahorros y de las hipotecas indizadas y de los beneficios de jubilación. El ajuste por concepto de aumentos *anticipados* en el costo de vida constituye un asunto totalmente diferente al ajuste por concepto de aumentos que *ya* han tenido lugar. La acción correctiva, nada fácil desde el punto de vista político, consiste en hacer que los ajustes de sueldos varíen frecuentemente de conformidad con los aumentos en el costo de vida que tuvieron lugar en el pasado inmediato más una pequeña suma por concepto del crecimiento global en la productividad, que por lo general es del orden del 2 al 3 por ciento.

### 3. La determinación de hacer frente a la inflación

Otra crítica consiste en que al disminuir las distorsiones y las injusticias, disminuye la voluntad de un país de oponerse a la inflación.

No parece existir evidencia empírica alguna que respalde esta aseveración. Los ahorradores y los beneficiarios de los pagos de pensiones son los dos grupos que más sufren los rigores de la inflación y tienen, por lo general, menos influencia que los prestatarios comerciales o los compradores de vivienda. Quienes más se oponen a la corrección monetaria son, generalmente, estos dos últimos grupos. La voluntad de tomar medidas contra la inflación solo se fortalece con la amarga experiencia de los países que la han dejado crecer y con la furia y frustración de la gente que está expuesta a los aumentos en el costo de vida. Son muchos los casos de países que han experimentado alta inflación, hiperinflación inclusive, y no tienen corrección monetaria.

### 4. Un deudor nunca termina de pagar su préstamo

Otra objeción sostiene que con el continuo ajuste aplicado a las hipotecas, éstas crecerán indefinidamente y los propietarios de vivienda nunca podrán cancelar su préstamo.

Se trata de otro caso de "ilusión monetaria". Si la inflación continúa, el saldo del préstamo hipotecario crecerá por algunos años, pero solamente en términos de dinero depreciado; en términos de valor constante se reducirá con los pagos de amortización. En unidades de poder adquisitivo constante, los prestatarios no pierden ni los ahorradores ganan. Lo que se elimina son las ganancias ocasionales que benefician a quienes toman préstamos en valores fijos mientras sus salarios y el valor de sus viviendas aumentan en precios corrientes. Como se ha dicho muchas veces, "no hay almuerzos gratis", y lo que los deudores ganan cuando no hay corrección monetaria, o cuando ésta está limitada artificialmente, lo pierden los ahorradores. Pero con el tiempo los ahorradores van aprendiendo la lección; el ahorro cae y con él caen la construcción y el empleo, mientras que los arrendamientos suben.

La respuesta a esta crítica surge espontáneamente si uno está dispuesto a pensar en términos reales, y no monetarios. Los colombianos aprendieron a ver la diferencia muy pronto. Los saldos de los préstamos y de los ahorros se envían mensualmente por correo a sus destinatarios. En ellos se indica tanto el valor en pesos como en unidades de valor constante.

Una comparación de pagos mensuales en relación con el ingreso, tanto en el caso de cuota fija como en el de indización puede observarse en los Cuadros 1 y 2 del Anexo 1.

### 5. El aumento en las tasas de interés

Una crítica adicional que se ha hecho sostiene que la corrección monetaria hace subir las tasas de interés.

La respuesta es que, en un mercado competitivo, las tasas de interés lo mismo que los demás precios, están determinadas por la oferta y la demanda —en este caso por la oferta y la demanda de fondos prestables—. En la medida en que los ahorradores respondan a la indización de su ahorro, ahорren más y coloquen una buena proporción del mismo en instituciones financieras, la oferta de fondos habrá aumentado. Sin indización y durante los períodos inflacionarios se ha recurrido, en cambio, al mayor consumo, a la fuga de capitales y, en general, esto ha resultado en menor oferta de fondos prestables. ¿Por qué, entonces, se dice que la corrección monetaria hace subir las tasas de interés? Simplemente porque la indización y la demanda de fondos aumentan con la inflación. Otro caso en que, nuevamente, se confunde la correlación con la

causación. Hay que distinguir entre causa y efecto, antes de sostener que si dos cosas se presentan al mismo tiempo, esto implica una relación de causalidad.

En Colombia las tasas de interés del Sistema UPAC han sido más bajas que las de los Bancos comerciales tanto en términos nominales como reales. Las tasas del crédito con corrección monetaria han estado unos siete u ocho puntos, en promedio, por encima de la inflación. Las tasas reales de otros intermediarios, unos veinte puntos por encima de la inflación.

Una variante de la misma crítica sostiene que el Sistema UPAC forzó un aumento en los intereses porque fomentó el desplazamiento de depósitos en cuenta corriente de los bancos a depósitos de ahorro, punto que ya discutimos brevemente. Recordemos que no es el aumento en depósitos de ahorro el causante de una merma relativa en cuentas corrientes, sino el encaje que innecesariamente se impone al ahorro y que congela recursos en el banco central. Si no hubiera encaje sobre depósitos de ahorro, las reservas bancarias y los depósitos en cuenta corriente se restablecerían totalmente luego de un desplazamiento inicial. Asimismo, si se reduce el encaje sobre los depósitos de ahorro, aumentaría el volumen disponible de reservas bancarias y con él el volumen de cuentas corrientes.

## **6. La construcción de vivienda no es productiva**

Se dice que la vivienda no es “productiva”, o al menos no tan productiva como otras inversiones. Esta crítica no se presenta generalmente en forma tan burda, pero existe, y existe aún entre profesionales de la economía que deberían saber algo más. Una discusión típica sobre inversión y tasas de interés en textos de economía casi siempre se relaciona con planta y equipo. Pero una inversión es “productiva” en la medida en que sea rentable, lo cual a su vez depende de la demanda y el precio de sus productos en relación con sus costos. Principio que se aplica por igual a la edificación, bien sea ésta de tipo comercial, apartamentos o casas de familia. El rendimiento de las estructuras comerciales y de la vivienda se mide bien sea por los pagos de arrendamiento o el servicio de la deuda, o por el costo de oportunidad del capital invertido por el propietario.

Es cierto que el aumento en valor agregado se acredita solamente durante el período en que se realizan los gastos de edificación, pero el rendimiento directo o imputado se extiende por muchos años, aun por siglos.

La creencia popular de que un préstamo agrícola o industrial es más productivo que un préstamo de vivienda es un mito que no resiste análisis alguno.

### **1. El Costo de Vida y el Ajuste Monetario**

El volumen de edificación depende del costo y disponibilidad de los fondos prestables. A menos que exista un ahorro forzoso, como sucede en Singapur y en parte en Brasil, el volumen de préstamos dependerá, o bien de que el presupuesto nacional financie parte de ese volumen, o bien de que se pueda captar ahorro y orientarlo hacia la edificación. El Sistema Colombiano se montó bajo la premisa de que el rendimiento ofrecido por el antiguo sistema hipotecario no era atractivo para el grueso de los ahorradores, puesto que no compensaba la pérdida de poder adquisitivo del dinero. Se creyó, igualmente, que dados los frecuentes problemas fiscales y cambiarios no era conveniente recurrir al gasto público o al crédito externo.

Las hipótesis fueron confirmadas tanto por el notable éxito del sistema en sus primeros dieciocho meses de operación, como por los aspectos negativos resultantes de un abandono parcial de sus principios fundamentales a partir de 1974. Este abandono de principios tomó distintas formas. Una de ellas consistió en imponer un límite o “tope” al ajuste por corrección monetaria, lo cual significó un regreso a las prácticas injustas del pasado (véase Gráfico 7). Un segundo alejamiento de los principios iniciales fue la imposición de un encaje a los depósitos de ahorro, que solo sirvió para reducir el volumen de fondos disponibles para vivienda. La tercera variante negativa consistió en considerar que el ajuste por corrección monetaria –que buscaba mantener el poder adquisitivo del ahorro– era una ganancia de capital que debería ser gravada con un impuesto. Esta medida no solo era equivocada sino inconsistente con su propósito, en vista de que se aplicaba solamente a una parte de la corrección monetaria. Gravar el ahorro y lo que no es utilidad real, constituye una extraña forma de fomentar el ahorro y la inversión en un país pobre en capital. Asimismo se estimó que el ajuste, por representar un mayor pago para los deudores, era un costo, similar al del pago de intereses y por lo tanto era deducible del ingreso. ¡Resulta difícil escapar de la ilusión monetaria! El “tope” a la corrección monetaria aún subsiste, aunque se ha elevado de tiempo en tiempo, casi siempre tardíamente, pero aún así con resultados positivos. El retraso en la corrección monetaria frente a la inflación puede observarse en el Gráfico 7 y llega –en 1987– a cerca del 50 por ciento.

### **2. La Confusión entre lo “Social” y lo Económico**

El propósito del Sistema Colombiano –como ya se ha dicho– fue el de estimular la actividad económica y el empleo –especialmente el menos calificado– así como elevar el nivel de vida de la población.

Pero cuando se propone un gran plan de empleo y de mejoramiento de los ingresos, se corre el peligro de que ese programa sea calificado como “económico” y por lo tanto sin contenido “social”.

Por otra parte, y en vista de que el sistema había sido concebido dentro de un marco operativo de carácter privado con el fin de evitar los costos y las ineficiencias burocráticas del Estado, se propuso que fuera orientado por el gobierno mediante amplios lineamientos. Uno de tales lineamientos establecía que el 50 por ciento de los préstamos debería tener un límite máximo medido en



UPAC y que de ese porcentaje debería destinarse un 40 por ciento a vivienda de costo aún más bajo. Se trataba de una concesión política difícil de evitar, pero que no era muy restrictiva, puesto que la demanda de préstamos era alta y los límites no eran demasiado estrechos. En años más recientes, sin embargo, se fijaron límites mucho más bajos y se impusieron limitaciones geográficas que han dificultado a las corporaciones otorgar préstamos seguros, especialmente porque los pagos iniciales se redujeron drásticamente.

Para apoyar aún más ese plan de vivienda popular, a ésta se le fijó por parte del gobierno un interés real más bajo, con lo cual se inició una práctica de cobro de intereses diferenciales. Esto implicó otro alejamiento de los principios fundamentales y un instrumento inadecuado de redistribución del ingreso. La forma más efectiva y menos costosa de distribuir el ingreso –de tal modo que no afecte desfavorablemente los incentivos para producir– consiste en gravar dicho ingreso después de que ha sido generado. En el caso de los intereses diferenciales, la creación de una tasa más baja implica el uso de otra más alta, y ya hemos visto cómo la demanda de vivienda es una demanda que resulta muy afectada por los cambios en las tasas de interés. Esta diferenciación supone que la demanda de préstamos de alto valor es insaciable, suposición que generalmente no es cierta. Como resultado de los precios diferenciales puede presentarse un menor volumen de construcción y de empleo y se perjudica así a quienes se pretendía favorecer.

Otra medida poco aceptable económicamente y de riesgo potencialmente alto, consistió en imponer una inversión forzosa al sistema privado de ahorro y vivienda con el fin de financiar los programas públicos del gobierno a través de su agencia especializada.

Todas las anteriores dificultades han podido ser superadas gracias al dinamismo del sistema UPAC y a la confianza que el público le ha depositado, pero han afectado negativamente el ahorro, la construcción y el empleo, y con ellos el impulso al resto de la economía. Vale la pena que otros países examinen estas experiencias con cuidado.

### 3. Una Modificación al Cálculo del Ajuste

Dentro de la concepción original del sistema se supuso que las tasas de interés se movían en forma similar a la inflación, de tal modo que el solo ajuste de corrección monetaria lograría sostener la competitividad del UPAC. Sin embargo, en 1984 las tasas de interés de otro tipo de depósitos comenzaron a subir más que la inflación. Para enfrentar esta nueva situación, se incluyó un ajuste adicional de acuerdo con la diferencia entre lo pagado al ahorrador UPAC y las tasas nominales pagadas sobre depósitos a término en los bancos. Si esta relación vuelve a los niveles anteriores, el nuevo ajuste desaparecerá.

### LA CORRECCION MONETARIA Y LOS PRINCIPIOS DE LA TEORIA

1. La primera lección que puede aprenderse de la experiencia colombiana es la importancia de la teoría. La teoría sobre la cual se concibió el sistema y alcanzó su mayor éxito consistía en garantizar a los ahorradores el mantenimiento del valor real de su ahorro además de un interés real relativamente pequeño. Esto, a su vez, implicaba que los deudores deberían ser objeto del mismo ajuste en sus préstamos. Dicho ajuste no es ni una bonificación ni un costo. Constituye, simplemente, el reconocimiento de la diferencia entre el valor nominal y el valor real del dinero. Reconocimiento este que se remonta al pensamiento de eminentes economistas como Jevons, Marshall y Keynes en Inglaterra o Irving Fisher en los Estados Unidos.<sup>1</sup>

La aplicación de la corrección monetaria ha tenido una larga historia en muchos países. Generalmente se mencionan los casos de Brasil o Israel, tal vez porque su uso ha estado más extendido. Pero en países como los Estados Unidos se aplica desde hace muchos años a los beneficios de la seguridad social y de retiro de empleados federales. Desde finales de la Segunda Guerra Mundial, Finlandia la ha usado para la seguridad social y para el sistema financiero. A la lista se agregan Francia, Austria, Dinamarca, Chile, Argentina y muchos otros países.

En Colombia casi siempre se ha considerado que la aplicación de la corrección monetaria se inició con el Sistema Upac en 1972. Sin embargo, en 1967 el Congreso expidió la Ley 6a. que autorizaba al gobierno para reformar las normas cambiarias y de comercio exterior e incluía una disposición por la cual ordenaba la emisión de un bono atado a un índice de precios para invertir los fondos de seguridad social. En desarrollo de dicha ley el gobierno del Presidente Carlos Lleras creó los Bonos de Valor Constante del Instituto Colombiano de Seguros Sociales, que a su vez proveían de recursos al Banco Central Hipotecario y al Instituto de Fomento Industrial, para el financiamiento de vivienda y de proyectos industriales respectivamente. Este antecedente, positivo por una parte, dio origen a pérdidas muy grandes en razón de que el principio de la corrección monetaria solo se aplicó a los bonos, mientras que los préstamos hechos con tales fondos no estaban indizados.<sup>2</sup> Por eso se ha insistido en que este principio debe aplicarse a ambos lados del balance de las entidades.

En el mismo año de 1967, Colombia inició otra modalidad de corrección monetaria que consistía en ajustar el valor externo del peso de acuerdo con su depreciación relativa, la cual se medía por la diferencia entre la inflación interna y la inflación externa. Esta política, que se ha llamado de "minidévaluación", se traducía en un ajuste casi diario en la tasa de cambio y tuvo gran éxito en el fomento de las exportaciones y en el incremento de las reservas internacionales. Luego de la llamada bonanza cafetera, dicha política fue abandonada por varios años y, en particular, entre

**Jevons, Marshall, Keynes y Fisher propusieron la corrección monetaria.**

**Estados Unidos, Finlandia, Francia, Austria y Dinamarca, la han aplicado, así como muchos otros países.**

**Debe aplicarse a ambos lados del balance—Activos y Pasivos— para no correr riesgos de insolvencia y pérdidas cuantiosas.**

1 W.S. Jevons, "Money and the Mechanism of Exchange", New York 1898. Alfred Marshall, "Official Papers by Alfred Marshall", London, Macmillan & Co. 1926. Irving Fisher, "Stable Money", New York, Adelphi, 1934. J.M. Keynes, "Evidence Presented to the Committee on National Debt and Taxation, Minutes of Evidence", London, H.M.S.O., 1927.

2 Véase la revista "Negocios", N° 27, Oct.-Nov. de 1985, Págs. 16 y 17, donde se hace un recuento de este problema que no solo subsiste sino que sigue agravándose.

1975 y 1979, el peso sufrió una fuerte sobrevaluación, la cual contribuyó a la posterior recesión que aún experimenta la economía colombiana. Otra lección que nos deja el abandono de los principios fundamentales.

Debe destacarse, asimismo, la importancia que tiene el hecho de que el ajuste por corrección monetaria sea automático y se realice pronto. En Colombia la corrección monetaria aplicada al Sistema UPAC se efectúa diariamente con base en la inflación del pasado reciente. Algunos países, que han permitido largos retrasos en el ajuste, han experimentado serios problemas.

2. Cuando se creó el Sistema UPAC con base en una atribución constitucional propia e indelegable del Presidente, él mismo tuvo el acierto de crear una junta que lo asesorara en materias relacionadas con el ahorro, la construcción y el desarrollo urbano. Dicha junta estaba compuesta por funcionarios públicos y representantes personales del Presidente. Su operación tuvo mucho que ver con el éxito inicial del sistema y con el desarrollo de políticas adecuadas en estos campos. La confusión, tan frecuente y peligrosa, entre dinero y ahorro, influyó para que dicha junta fuera eliminada posteriormente con el argumento de que duplicaba funciones con la Junta Monetaria, que está encargada de controlar el crecimiento del dinero.

Así como en Estados Unidos existe la Junta de la Reserva Federal, como autoridad monetaria, y el Federal Home Loan Bank Board para las asociaciones de Ahorro y Préstamo, resulta conveniente mantener un manejo separado para instituciones que cumplan papeles muy diferentes.

3. Tal como se indicó anteriormente una amenaza a la eficiente operación la ha constituido el intento de perseguir, simultáneamente, fines económicos y sociales. En vista de que los activos de las corporaciones estaban protegidos por finca raíz, se permitió una relación amplia entre capital y pasivos y, al mismo tiempo, se recomendó un pago inicial de cerca del 30% del valor total a los compradores individuales. El gobierno, posteriormente, y por razones sociales, comenzó a determinar a quien y en donde se debía financiar, a eliminar la cuota inicial y a imponer inversiones forzadas para el financiamiento de los programas públicos. Esto pone en peligro el patrimonio de los accionistas y dificulta el aumento de capital.

La lección que aprendimos no es que la financiación de vivienda de bajo costo sea mala, sino que colocar buena parte de los fondos de un Sistema privado en vivienda de bajo costo puede muy fácilmente ir contra el objetivo de utilizar al Sistema para combatir una recesión y generar empleo. La redistribución, además de la que se logra a través de la competencia y la movilidad, es una responsabilidad del estado y no puede ser transferida a grupos privados sin causar graves peligros al funcionamiento eficiente del sistema económico. Si se debe proveer un subsidio, debería hacerlo el estado y, eventualmente, a través del sistema impositivo, con escalas diferenciales de acuerdo con la capacidad de pago de los contribuyentes.

Lo que no se ha sabido apreciar es que un volumen masivo de construcción puede atender en forma más efectiva los propósitos sociales, que una serie de objetivos descoordinados y muchas veces en conflicto. Es probable que si la junta asesora del Presidente no hubiese sido eliminada le habría podido ofrecer mejores consejos. Si el gobierno quiere mantener un programa de vivienda popular subsidiada, y hay buenos argumentos para defenderlo, la mejor forma de hacerlo es por medio del presupuesto nacional y no a través de contribuciones forzosas al sistema financiero privado. Uno de los problemas de Colombia, y quizás de otros países, es que la línea divisoria entre las actividades públicas y privadas no ha sido claramente definida, y resulta importante hacerlo. Una experiencia positiva que puede dejar el caso colombiano, la constituye el manejo del Sistema en sus inicios, ya que era una adecuada combinación de actividad privada con orientación gubernamental. El peligro consiste en que muchas veces los gobiernos intervienen sin un adecuado conocimiento de cómo opera el sistema económico y sin un análisis previo de las consecuencias de la intervención. Los buenos propósitos sin teoría pueden ser muy peligrosos.

4. El pensar en términos de precios nominales y estadísticas monetarias en lugar de hacerlo en términos de "valores reales constantes" tanto en precios como en estadísticas, es llamado por los economistas la "ilusión monetaria". La incapacidad de distinguir entre fenómenos reales y monetarios es muy común y es la base de muy frecuentes confusiones. Por ejemplo, la imposición de controles de precios se aplica, casi siempre, sin tener en cuenta la pérdida de valor del dinero en general, causando así distorsiones. Las amas de casa, quienes continuamente se quejan del "alto costo de la vida" nunca comparan el movimiento de los precios con la evolución de los ingresos. La gente cree que la propiedad raíz es una gran inversión sin darse cuenta de que la mayor parte del alza en el precio es el resultado de la inflación generalizada.

La ilusión monetaria, el hecho de que la gente no hace mentalmente la relación de un precio con el nivel general de precios, o con el valor del dinero, está en la base de muchas de las críticas hechas al Sistema. Los prestatarios, quienes deberían conocerlo mejor, señalan el crecimiento en el servicio de las deudas hipotecarias, pero no tienen en cuenta el crecimiento del valor de sus salarios y de sus viviendas. Desde el punto de vista de los deudores sería ideal, por supuesto, que el servicio de la deuda declinara mientras los ingresos y el valor de la propiedad crecieran. Pero es bueno recordar que una transferencia de riqueza e ingresos de esta clase debe ser hecha a expensas de otras personas. Es, indudablemente, una transferencia de riqueza y no una adición al producto nacional. La aplicación de corrección monetaria a los ahorros y a las hipotecas tuvo como consecuencia la prevención de esta clase de transferencias de los ahorradores y los no propietarios hacia los deudores. Paradójicamente, fue el intento de acabar con la ilusión monetaria el que dio lugar a muchas de las críticas contra el Sistema. La lección aquí radica en la necesidad de insistir constantemente en que la gente debe pensar en términos reales antes que en términos monetarios.

5. Una lección curiosa que debemos aprender de la experiencia de los primeros quince años tiene que ver con las consecuencias derivadas de la negativa a reconocer, aún en los más altos

niveles, la profunda diferencia existente entre dinero y ahorro. La demanda por efectivo (billetes) y cuentas corrientes, ninguno de los cuales gana interés, tiene bases diferentes a la demanda de depósitos de ahorro. La primera se presenta para cerrar brechas actuales y futuras entre los patrones de ingresos y gastos en el corto plazo, y como un requerimiento legal y de seguridad de los sistemas contables de las empresas. Estos aspectos son tan importantes que los depositantes dejan de recibir intereses y sufren la pérdida de ingresos que, de otra forma, sus depósitos ganarían.

La demanda por ahorro, por el contrario, es una demanda de ingreso. Los ahorros en Corporaciones son de naturaleza similar a otros papeles que reciben rendimiento, pero son diferentes a los depósitos en cuenta corriente. Llamar cuasi-dineros a los ahorros y "oferta monetaria ampliada" a la suma de ahorros, efectivo y cuentas corrientes conduce a serios errores. Por ejemplo, que se requiera una Reserva sobre los depósitos de ahorro pero que no ocurra lo mismo en el caso de los papeles negociados en la Bolsa. La cantidad de dinero se puede controlar si la Junta Monetaria tiene el control del volumen de reservas de los Bancos Comerciales y de los requerimientos de reservas. La oferta del ahorro, de otra parte, depende del ingreso y de la propensión a ahorrar de la comunidad. Lo que hace el requerimiento de reservas es esterilizar una porción de los ahorros sin afectar el volumen. La Junta Monetaria puede alterar la posición competitiva de los CDT'S y los depósitos de ahorro, pero no el volumen total de ahorros, puede crear dinero a través del Banco Central, pero no puede crear ahorro.

Si uno trata de usar el concepto de "oferta monetaria ampliada" en teoría monetaria, debe llegar a la conclusión absurda de que la velocidad de circulación disminuyó durante un período de alta inflación y tasas de interés crecientes. Lo razonable, por supuesto, es esperar lo contrario toda vez que los depositantes tratan de reducir sus saldos reales como proporción del ingreso dado que está creciendo el costo de oportunidad de mantener activos no valorizables y que no generan ingreso.

Fueron consideraciones de este tipo las que indujeron a los creadores del Sistema a establecer una Junta de Ahorro y Vivienda. Se debe suponer que fue la extensión errónea del concepto de dinero a los ahorros la que ocasionó la abolición de esta Junta en 1976 y la transferencia a la Autoridad Monetaria de sus funciones de asesoría. El resultado ha sido desafortunado pues la Junta Monetaria tiene relación especial y responsabilidad frente al manejo de las actividades de los bancos comerciales pero no de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. La eliminación de la Junta de Ahorro y Vivienda fue seguida de una caída drástica en la captación neta de depósitos y en el crecimiento del Sistema en pesos constantes.

La lección que debe quedar aquí es, de nuevo, la importancia de los conceptos teóricos básicos y el peligro semántico de utilizar, como en este caso, las mismas palabras para designar cosas diferentes, lo cual, por decir lo menos, no contribuye a clarificar el pensamiento.

## Conclusión

Puede sostenerse sin vacilación que el Sistema Colombiano de Ahorro y Vivienda con corrección monetaria ha ofrecido una mayor protección a los ahorradores; ha aumentado el volumen de ahorro que se canaliza hacia la edificación y el número de préstamos a personas de ingresos medios y bajos. En este juicio está de acuerdo Mark Boleat, quien realizó un estudio comparativo de financiamientos hipotecarios en un buen número de países: "La experiencia de Colombia confirma la del Brasil, al mostrar que los sistemas financieros de la vivienda pueden funcionar aún donde la inflación registra altos niveles, si se aplica un método apropiado de indización. El sistema ha contribuido al establecimiento de una bien cimentada estructura financiera".<sup>1</sup> Roger Sandilands, por su parte, considera que el Sistema Colombiano puede ser "El más sofisticado entre los sistemas financieros habitacionales del mundo."<sup>2</sup>

Por otra parte, el potencial del sistema como mecanismo impulsor de la economía no ha sido plenamente aprovechado. Sin embargo, ha superado todas las crisis y es hoy un sistema solvente y en marcha, que está disponible para actuar en forma sobresaliente tanto en el campo de la política macroeconómica como en la planificación de mejores ciudades en el futuro.

1 Mark Boleat "National Housing Finance Systems", Croom Helm Ltda., Kent, 1985, p. 363.

2. Roger Sandilands, "La vivienda como sector líder en una política de Reactivación Macroeconómica" XXV Conferencia Interamericana para la Vivienda, Cartagena, mayo 1987.

**XXV**

**Conferencia  
Interamericana  
para la Vivienda**

**Cartagena, Colombia  
Mayo 1987**



ROGER SANDILANDS

**El sector de la construcción como medio para reactivar una economía deprimida.**

Analizaremos las posibilidades de utilizar al sector de la construcción de vivienda como medio para reactivar una economía deprimida y crear fuentes de trabajo para los desempleados y subempleados, manteniendo al mismo tiempo, políticas tendientes al control de la inflación y a la reducción de los déficits fiscales y de comercio exterior.

## 1. La Estructura Macroeconómica

La macroeconomía trata de agregados claves tales como el nivel y el crecimiento del ingreso y el gasto nacionales, el producto interno bruto, el empleo, la acumulación de capital, la inflación y la balanza de pagos. Estos agregados están íntimamente interrelacionados, de tal modo que las variaciones en uno de ellos afectan a todos los demás.

La producción y el empleo requieren de la demanda para sustentarse. En una economía monetaria resulta necesario suponer que esta necesita una expansión de la demanda monetaria. Sin embargo, las posibilidades de imprimir más dinero son muy superiores a la capacidad de la economía real para expandir la producción con el objeto de satisfacer esa demanda. El conflicto se manifiesta, y se resuelve de manera muy imperfecta, a través de la inflación.

A pesar de que a corto plazo la inflación puede estimular en algunos casos mayor producción y empleo, o al menos desviar recursos para satisfacer las demandas de aquellos gobiernos que quieren emitir, tales ganancias son invariablemente transitorias y contraproducentes, tanto a nivel micro como macroeconómico. A nivel macroeconómico deben enfrentarse problemas de balanza de pagos, sobre todo cuando el país se demora en devaluar su moneda. A menudo se trata de justificar la renuencia a devaluar sobre la base de que esto agravaría el proceso inflacionario y pocas veces se reconoce que la razón implícita del aumento de los precios de las importaciones es la misma que la explicación del aumento de todos los precios: la expansión monetaria exagerada, es decir, muy por encima del crecimiento de la producción real.

\* Extracto de las Conferencias dictadas por el profesor Sandilands en la XXV Conferencia Interamericana para la Vivienda y la XXX Asamblea de la Cámara Colombiana de la Construcción.

En tales circunstancias la negativa a devaluar representa un control selectivo sobre el precio de las importaciones, que desvía tanto la demanda interna como la externa de la producción nacional. Se genera desempleo, se deteriora la balanza de pagos y el país se endeuda cada vez más con el resto del mundo. La inflación, además, tiende a alimentar el consumo, reduce el ahorro y favorece los proyectos de inversión de corto plazo frenando la de largo plazo, en particular la construcción y la vivienda.

Tarde o temprano los acreedores internacionales y el Fondo Monetario Internacional comenzarán a pedir el cambio de políticas, generalmente cuando la situación llega a un punto de extrema gravedad.

### Las Políticas de Ajuste y el FMI

Si esos son los altos costos asociados con la inflación, ¿por qué hay tanta resistencia contra la receta ortodoxa del FMI de revertir la política macroeconómica y buscar la deflación monetaria o al menos desacelerar la tasa de crecimiento monetario?

La respuesta es que así como la inflación puede, inicialmente, generar beneficios a corto plazo al estimular la producción y el empleo, también una deflación puede originar una caída en la producción y el empleo a corto plazo. Si la tasa de crecimiento de todos los precios y costos monetarios internos incluyendo los salarios y los pagos de intereses, cayeran, junto con el crecimiento de la demanda monetaria, no sería necesario que la producción cayera a corto plazo. En teoría, inclusive, la producción real podría aumentar de inmediato si los precios internos más bajos hicieran que la demanda interna y externa se volcara hacia la producción interna. En la práctica sin embargo, los salarios nominales y las tasas de interés no se ajustan de inmediato ante una baja en la demanda monetaria. Por consiguiente, los precios de los productos nacionales continúan aumentando, por inercia, a una tasa similar a las tasas de inflación anteriores, y si se restringe el crecimiento de la oferta monetaria, también se frena la demanda en términos monetarios. Caen la producción y el empleo y las autoridades se ven sometidas a una presión interna para que vuelvan a permitir el anterior crecimiento del dinero.

Esto coloca a las autoridades frente a un claro dilema. Mi intención es presentar una posible solución al dilema, mediante un papel fundamental que desempeñarían la construcción y el sector de la vivienda. Otra solución clave la ofrecen las exportaciones, pero en esta ocasión me limitaré al potencial que la vivienda ofrece en las estrategias de estabilización y reactivación macroeconómicas.\*

Mi análisis se centra alrededor de ¿cómo realizar el ajuste con una pérdida mínima en producción y empleo reales? O, en otras palabras, ¿cómo alcanzar la estabilidad sin lágrimas?

Estoy seguro de que todos están familiarizados con la receta del F.M.I., sobre la cual se ha escrito tanto. Para quien no sea economista, resulta paradójica. Generalmente invoca una devaluación masiva; una reducción en la tasa de crecimiento de la oferta monetaria y una consecuente reducción en las tasas de crecimiento de la inflación; una disminución en los gastos del gobierno, si existe un

Porque hay tanta resistencia contra la receta ortodoxa del FMI?

¿Cómo alcanzar la estabilidad sin lágrimas.

\* Recientemente efectué el análisis del papel potencial de las exportaciones en una política de estabilización, en el contexto peruano, en "Causas y Consecuencias de la Devaluación en el Perú", Revista de Finanzas Públicas, Vol. 2, Nº 3, Lima, diciembre de 1986.



déficit fiscal, como usualmente ocurre; y una política de austeridad salarial. Hay que disculpar a quien pregunte ¿cómo, —si existe una deficiencia en la demanda real o efectiva de bienes y servicios, y consecuentemente un alto índice de desempleo—, puede esperarse que una reducción total en los gastos conduzca a la reactivación?

Podemos decir que dadas las dificultades en estimular la economía por medio de una expansión en las exportaciones y los déficits fiscales, y dados los peligros inflacionarios relacionados con una expansión rápida en los medios de pago y los salarios, los macroeconomistas generalmente han confiado en estas condiciones, en el estímulo proveniente de la inversión privada en planta y equipos industriales.

Esta fue la principal fuente de estímulo en la que tanto Keynes como muchos otros economistas confiaron. ¿Cómo se podía realizar esto? Supuestamente a través de una caída en las tasas de interés y, por lo tanto, en costos, con un correspondiente incremento en las utilidades.

Los hechos, sin embargo, no parecen apoyar esta idea. La demanda de bienes y el grado de capacidad no utilizada han sido factores más importantes que la tasa de interés en la motivación para invertir, ya que los costos de interés son una parte muy pequeña de los costos totales. Además, se ha visto, por una parte, que el crédito industrial llega a su nivel más alto cuando hay plena actividad y las tasas de interés son altas, y por otra, que el gasto en planta y equipo sigue la tendencia de la actividad industrial en vez de precederla.

¿Deberíamos entonces concluir que las tasas de interés y la disponibilidad de fondos para préstamos no influyen en la actividad industrial? El profesor Currie ha sugerido e incluso ha enfatizado una respuesta a este acertijo, la cual encuentro convincente y que propongo discutir. El argumento es que las tasas de interés sí son importantes, pero no en las áreas generalmente enfatizadas.

El profesor Currie ha sugerido que el prestatario marginal latente, realmente significativo, es el comprador de casa nueva. Su razonamiento se basa tanto en la observación como en la teoría.

Permítanme resumir brevemente la teoría. El mercado para la vivienda de todo tipo es enorme. En los Estados Unidos, por ejemplo, el stock de vivienda abarca cerca del 45% de toda la inversión en activos fijos. Por lo tanto, el incremento anual es un porcentaje muy pequeño del valor del stock. La demanda de vivienda se puede dividir en forma similar en dos partes: una muy grande, para el stock existente y una pequeña para la vivienda nueva. A pesar de que esta demanda de vivienda nueva es un porcentaje pequeño de la demanda total, asciende a una cifra alta en términos absolutos o en relación con el PIB.

Así llegamos a la parte más interesante de la teoría. Un cambio muy ligero en la composición de la demanda total de vivienda, de la usada hacia la nueva, puede fácilmente significar una duplicación en el gasto para vivienda nueva, que a su turno puede significar una cifra del 3 o 4 por ciento del PIB, suficiente para causar un impacto significativo sobre la demanda agregada, a nivel de toda la economía.

Para efectos de política, ¿podemos realizar conscientemente este ligero cambio? Sí, se argumenta, por medio de la reducción de pagos mensuales de amortización de la vivienda, en relación a los cánones de arrendamiento mensual para la vivienda existente que le sea comparable.

Así regresamos a la influencia de las tasas de interés del crédito, no en el campo de las inversiones comerciales, sino en un bien de consumo durable —la vivienda—, seguida por las oficinas, los alma-

La tasa de interés es más importante para estimular la demanda de vivienda.

El mercado de la vivienda es enorme.

cenes, los hoteles, etc., más la infraestructura necesaria. Para el financiamiento de una casa nueva (o la compra de una vivienda existente), los costos de interés sí son un componente importante de los costos totales.

Pero, ¿ésto realmente brinda una salida? Anteriormente mencioné la disponibilidad de fondos. Esto llama la atención a un problema que debe resolverse. Si los nuevos fondos provienen de la expansión monetaria, estamos de regreso a los peligros implícitos en la inflación salarial y monetaria que llevan a la estanflación –estancamiento con inflación–. Pero, sin expansión monetaria no estaremos únicamente transfiriendo fondos de un uso a otro, sin incremento en la demanda agregada?

### Reactivación y Crecimiento a través de “Gastos de Transferencia”: Estudio de Casos

Una salida a esta dificultad fue sugerida muchos años atrás por un famoso economista, Harry Johnson, quien sostuvo que en determinadas circunstancias puede confiarse en que una transferencia en el uso de fondos sí puede realmente incrementar el producto nacional real y la demanda agregada. Estas circunstancias exigen una transferencia de una muy baja a una alta actividad productiva. Se puede considerar esto como una transferencia de actividad del sector informal al empleo regular en la construcción de vivienda. El valor real del producto nacional puede ser aumentado sin incremento en la cantidad de dinero o en su velocidad, cuya interacción conforma el PIB. Se puede crear empleo para los desempleados, los subempleados y para utilizar la capacidad ociosa, y así incrementar el producto nacional. En la práctica cierta expansión en la oferta monetaria puede ser necesaria y deseable, pero a una tasa reducida, guiando gradualmente hacia la estabilidad, cuando más o menos equipare el incremento en la producción real a un alto nivel de capacidad y productividad.

Eso en cuanto a la teoría. Ahora, ¿qué datos se pueden citar en apoyo de la teoría? Se puede encontrar un elemento altamente significativo pero relativamente desconocido en la recesión en los Estados Unidos entre 1979 y 1982 y la subsecuente reactivación en los movimientos de inversión en una nueva vivienda. El número de iniciaciones de unidades de vivienda nueva empezó a descender de un total de 2.000.000 de unidades al año durante 1979 a un monto anual de 863.000 en noviembre de 1981. Esto sucedió cuando las tasas de interés en préstamos hipotecarios de primer grado remontaron hasta un 16.5% en noviembre de 1981.

Partiendo de una tasa baja anual de 811.000 en enero de 1982, la vivienda nueva creció hasta 1.904.000 en agosto de 1983 –más del doble– mientras que las tasas hipotecarias descendieron a un 12.5% a finales de 1983. Parece que la actividad de la construcción es más sensible al cambio en tasas de interés de lo que es la inversión comercial en general.

Otro caso interesante de transferencia de gastos y disponibilidad de fondos lo brindó Singapur durante los años comprendidos entre 1965 y 1984. En este lapso relativamente corto, Singapur llevó a cabo lo que probablemente ha sido el programa de vivienda más grande del mundo en relación con el tamaño de la población. A cerca del 80% de la población se le proporcionó nueva vivienda, principalmente en edificios altos de apartamentos. Y ¿cuál fue la fuente de la financiación? Las contribuciones obligatorias de los empleadores y empleados, para un fondo de jubilaciones que subieron de un 10% de todos los salarios en 1968 a la impresionante cifra de un 50% en 1984. Unas empresas del

**Harry Johnson sostuvo que una transferencia en el uso de fondos puede incrementar el PIB.**

gobierno pidieron prestado de este fondo y financiaron no solamente el programa de nueva vivienda sino también el de reconstrucción de la ciudad vieja.

La pregunta interesante para nuestros propósitos era si esta transferencia de fondos se sumó a la producción interna agregada, a la demanda y al empleo, o si simplemente cambió un tipo de actividad por otro. No sabemos que habrían hecho los empleados con los fondos que se descontaron de sus nóminas. Sin embargo, parece probable que una parte sustancial se habría gastado en importaciones y servicios locales. Las importaciones no habrían generado empleo interno adicional. Pero, cuando hay gastos en vivienda, estos no solo crean empleo sino también producen utilidades por muchos años futuros.

Así los gastos de vivienda representaron el uso de una parte de la bonanza de las exportaciones para crear capital fijo a largo plazo, además de asegurar el pleno empleo. No existe evidencia de que esto hubiera desviado recursos que habrían sido utilizados para las exportaciones. Igualmente, no existe evidencia aparente de que el corto auge en la construcción de vivienda en Colombia durante 1973 y 1974 desviara fondos de otros usos o significara algún descenso en otras áreas de producción. Igualmente, parece que el auge corriente de la construcción en Colombia en 1987 no está deprimiendo, sino estimulando los demás sectores de la economía.

Considero que la lección que se debe aprender de esta experiencia es que el papel clave de la vivienda como sector líder en la reactivación económica y el desarrollo acelerado, merece ser más ampliamente entendido y no ser dejado al azar. El Sistema Colombiano de Ahorro y Vivienda ha demostrado su flexibilidad y solidez y, periódicamente ha demostrado su capacidad para manejar una muy rápida expansión. Es de esperarse que su potencial pueda en el futuro ser explotado al máximo para reactivar una economía corrientemente deprimida. Y, si se le da un apoyo confiable y continuo a lo largo del tiempo, podría jugar el mismo papel en la promoción de un período prolongado de rápido desarrollo económico tal como se ha logrado en otros países.

No tengo duda de que si se dispone de fondos y por consiguiente demanda de vivienda, los constructores colombianos aceptarán el reto y jugarán plenamente su papel para lograr este objetivo de rápido y sostenido desarrollo de toda la economía colombiana.

ROGER J. SANDILANDS

Británico, nacido en 1945. B.A. (Econ) University of Strathclyde, Escocia (1st class) 1967.  
M.A. Simon Fraser University, Canada, 1968. PhD. University of Strathclyde, 1976.

Actualmente: Senior Lecturer in Economics, University of Strathclyde, Escocia.

También ha enseñado en universidades en Suecia, Singapur, Canada, Colombia y Perú.

Asesor del DNP y de las Naciones Unidas.

Autor de *Monetary Correction and Housing Finance in Colombia, Brazil and Chile*, Gower Press, 1980.

Editor: *Journal of Economic Studies*

**El papel clave de la vivienda como sector líder no debe ser dejado al azar.**



MISAEEL PASTRANA B.

Es para mí esta una ocasión que me llena de especial satisfacción, ya que ella me induce a colocar retrospectivamente la mirada en el excitante momento de hace 15 años cuando con inquietante, pero resuelta determinación, y contra el consejo de algunos de los miembros del equipo económico, decidí dar el paso de crear en Colombia el sistema de ahorro y préstamo basado en el valor constante. Muchas fueron las discusiones que adelanté sobre tan complejo tema orientadas a sopesar los pro y los contras. Finalmente, los argumentos positivos pesaron más en mi ánimo, y en consecuencia, di la luz verde al sistema.

#### Semilla bien plantada

Confieso que durante meses tuve graves dudas de que la innovadora semilla que pretendía plantar pudiera germinar y crecer debidamente. Recuerdo con fresca memoria el día en que en el diálogo respecto de la iniciativa le pregunté a quemarropa al Profesor Currie su cálculo sobre el volumen de depósitos que podríamos haber atraído a finales de 1973, y de manera inmediata, sin vacilaciones, mencionó la suma de 5.000 millones, alta cifra equivalente en aquellos días a 92 mil millones de pesos del mes pasado. Atribuí tan desproporcionado monto a la exuberancia siempre juvenil de mi interlocutor, y la recibí con no disimulado escepticismo. Al celebrarse hoy este aniversario me complace mencionar que dicha cifra fue alcanzada en enero de 1974, o sea que solo tuvo un mes de desfase la anotada predicción.

La década que se iniciaba, al igual que la presente, y la próxima con que finalizará la centuria y el milenio, todo indicaba, e indican, la proyección dominante sobre ellas de los problemas cada vez más presionantes de la demografía, y la tecnología cuyos alcances aún son muy difíciles de medir. Ambos factores repercuten de manera aguda en el creciente fenómeno del desempleo. Mal de final de siglo que lo es aún para los países industrializados cuyas tasas de crecimiento se han venido cumpliendo en los últimos años con el costo de numerosos brazos cesantes, lo que si bien ha venido compensándose con directos subsidios del Estado, es situación que afecta el ambiente moral de esas sociedades, pues significa colocar a muchas gentes jóvenes en una ambigua zona de interdicción remunerada contraria a la dignidad personal.

#### Crecimiento con empleo

Ofrecer a un país crecimiento con empleo, y mediante el uso de instrumentos que determinen que ese objetivo no esté sujeto a coyunturales circunstancias, en particular de carácter externo, es la más indicada estrategia para consolidar un progreso equilibrado y constante. El paso del tiempo nos

ha indicado cuánta razón tenemos cuando quince años atrás hicimos el diagnóstico de nuestros problemas. La situación existente era muy similar a la que hoy afrontan muchos países, quizás con la excepción del agobiante problema de la deuda externa al que con tanta ligereza nos llevaron posteriormente en Latinoamérica gobiernos prestatarios y entidades prestamistas. En Colombia un informe que acababa de entregar una Misión de la OIT no pudo esconder la dimensión pesimista de las perspectivas de la nación en virtud del acelerado quebranto de la economía que en pocos años se manifestaría en un desempleo no mínimo del 30% de su fuerza laboral. Era el triste anuncio de un país a corto plazo en la deprimente angustia de un masivo ocio forzado.

En particular quisiera relevar dos aspectos que nos afectaban y que todavía mantienen su negativa vigencia: la migración del campesino hacia la ciudad, con todas sus implicaciones de pobreza y congestión urbana, y la aparición explosiva de una inflación sin precedentes, en ese momento de dimensiones planetarias.

### El éxodo rural

La agricultura moderna con su utilización de maquinaria, fertilizantes y productos químicos hacía difícil que el campesino pudiera competir. Situación que lejos de cambiar se ha venido acentuando con la aparición de nuevos y revolucionarios métodos de producción, como es lo atinente a la biotecnología. La familia campesina es aún muy grande, en contraste de la urbana que se ha ido reduciendo. Esto significa que en el campo una alta proporción de la población es joven y no está produciendo. Sus expectativas de mejoramiento son muy menguadas. Hacía varias décadas que habían comenzado a abandonar el suelo ancestral en busca de empleo y mejores oportunidades en las ciudades. Allí no les fue fácil encontrarlos y en tal virtud al hondo trauma del desarraigo que es propio del alma del migrante se sumaba el desamparo económico. Esa migración tuvo perfiles más dolorosos durante los cruces años de la violencia política en que el campesino fue expulsado de su parcela por ese vendaval devastador de la solidaridad humana.

### La distorsionante inflación

El segundo aspecto que nos preocupaba al inicio de la mencionada década del setenta era la inflación cada vez más creciente, que creaba toda clase de distorsiones, y en particular, desestimulaba el ya languideciente ahorro nacional. Con una mentalidad muy particular, como es la de considerarnos propietarios exclusivos de las dolencias, muchos de nuestros compatriotas lo veían como un problema exclusivamente interno sin observar que era mancha de aceite que comenzaba a cubrir a todo el orbe. Problema que tomó características verdaderamente peligrosas con motivo del primer "shock" del petróleo en 1972, y ante esa amenaza me cabe la satisfacción de haber asumido en la lucha contra la inflación un liderazgo que en su acción no tiene antecedentes en nuestro país.

### El languidecente ahorro

Los dos mencionados problemas estaban inversamente relacionados. La generación de empleo productivo que asegurara un creciente nivel de vida requería un volumen de ahorro que se venía desestimulando por la inflación, fenómeno que afectaba especialmente a los grupos de ingreso medio y bajo, tanto en su diario batallar por obtener el sustento como por razón del escaso o nulo incentivo



para ahorrar. En Colombia quien ahorra se empobrece porque el interés que recibe no cubre ni en mínima parte la desvalorización de la moneda, que tenía su origen en la inflación. Personas que carecían de las posibilidades de aquellas más pudientes de comprar tierras, especular en la bolsa de valores, o la compra de divisas, que tanto daño han hecho a nuestros países.

El único sistema de ahorro que captaba algunos recursos era ineficiente e injusto. Consistía en vender cédulas hipotecarias exentas de impuestos a quienes buscaban no hacerlo, que desde luego son minorías, de altos ingresos. Ineficiencia que se demostró a lo largo de los años por su incapacidad de financiar el desarrollo y en particular la vivienda. Era injusto porque recurría a la evasión y la exención tributarias para atraer a quienes podrían contribuir con impuestos a las soluciones nacionales, para que no los pagaran. Un estudio de las cédulas hipotecarias cumplido hace más de quince años indicaba que el 78% de su monto estaba representado en denominaciones de más de 500 mil pesos, y que el 66% lo estaba en denominaciones de más de dos millones de pesos. Lo que a valores de hoy equivaldría a 12.5 millones y 50 millones, respectivamente. Cifras que para quienes tienen duda del criterio social del actual sistema de valor constante, bien pueden compararse con promedios de los 150 mil pesos repartidos entre 4 millones de confiados ahorradores.

### El ahorro: una política

Pero no nos movía solamente el propósito de movilizar ahorro. Eran más altas nuestras miras. El ahorro no nos convertía en una alternativa al crédito externo, oneroso y de difícil obtención, y al gasto colectivo; convertirlo en una alternativa al crédito externo, oneroso y de difícil obtención, y al gasto público deficitario. Si Colombia no ha superado los angustiosos índices del endeudamiento externo, ni contemplado los enormes desajustes fiscales, en buena parte se ha debido a la revolución del ahorro personal que impulsamos en medio de improvisadas críticas y del escepticismo de vacilantes espíritus. Aunque parezca increíble hoy, cuando 700 mil millones de pesos han sido captados, el concepto prevaleciente era el de que los pobres no pueden ahorrar.

Desde los tiempos de la Alianza para el Progreso, cuando me correspondió por repetidas y honrosas designaciones del ilustre Presidente Alberto Lleras Camargo, formar parte de su gabinete ministerial, el crédito interno constituyó importante fuente para la inversión en vivienda. En esa administración se dio paso de la financiación de la vivienda individual a la financiación de barrios integrados con un armónico diseño comunitario. Más tarde, ya como Presidente, ejecutamos con créditos de la AID el programa de ciudades intermedias. Fueron esos programas importantes pero no alcanzaban a constituir una respuesta adecuada a las demandas de un más ambicioso financiamiento. En el aspecto de disponibilidad de recursos fiscales, como antes había dicho un mandatario, a Colombia siempre le ha sobrado un déficit fiscal.

Se requerían las dos estrategias adicionales a que ya me referí: más ahorro y menos inflación. Pero, al mismo tiempo, era necesario que esos ahorros condujeran a un mayor crecimiento y a un mejor nivel de vida, en particular para las gentes más pobres. Era esencial crear empleo para la gran masa de migrantes jóvenes que llegaban a las ciudades. No podíamos resignarnos a cambiar pobreza rural por pobreza urbana. Era nuestra preocupación ofrecerles una nueva vida, pero una vida algo más amable.

CARTAGENA



Las solas alternativas viables para aumentar el ahorro eran la de yugular en lo posible la tasa desbordada de inflación y ofrecer un rendimiento real y positivo al ahorrador, ajustando sus rendimientos al índice del costo de vida. Protegimos, por lo tanto, el ahorro de la erosión causada por la inflación. Lo que entonces para muchos era una sorpresa es en la actualidad un hecho obvio en el mundo financiero contemporáneo. Así lo destaca en sus notas editoriales de febrero del presente año el Banco de la República al poner de manifiesto como “con miras a lograr (incrementar el nivel de ahorro interno) durante la última década se inició un proceso de liberación financiera donde se destaca la adopción de tasas de interés reales positivas...”.

### Dicotomía del Banco Emisor

Por otra parte insistí en una política monetaria más austera, para que la emisión no fuera la fuente de incontables créditos, como lo había sido en parte también de los recursos que iban al BCH y al ICT para la construcción. Asumí el liderazgo del control monetario mediante anuncio público que hice al país en alocución de febrero de 1974. Convoqué a la Junta Monetaria y le pedí que pusiera en ejecución una serie de medidas, entre ellas el empleo de un mecanismo nuevo de control: las operaciones de mercado abierto. Y puse sobre el tapete de la discusión el tema de la contradicción que constituye en la estructura básica monetaria el hecho de que nuestro banco central sea tanto un instrumento de manejo monetario como de fomento. Con posterioridad eminentes compatriotas elaboraron algunos proyectos de ley tendientes a corregir esa situación peculiar. Es urgente que se estudie una solución a ese dilema.

En años recientes se ha podido observar como la excesiva expansión monetaria, la sobrevaluación de la tasa de cambio y la subsiguiente pérdida de competitividad de nuestros limitados productos de exportación, además de la creciente deuda externa, nos condujeron a entrar, al igual que tantos países de nuestro hemisferio, a la sala de cuidados intensivos.

Cabe bien recordar cómo la corrección monetaria que propusimos y mantuvimos para el ahorro se complementó con la corrección monetaria que el gobierno anterior, del doctor Carlos Lleras Restrepo, había consagrado para los fondos de pensiones de la seguridad social y para la tasa de cambio. Entre los años 1968 y 1974 se aceleró notablemente el crecimiento económico gracias a que tanto las exportaciones como la construcción estuvieron protegidas de los nocivos efectos de la inflación. Política que al ser luego abandonada, sus consecuencias perturbadoras no tardaron en reflejarse sobre nuestra economía.

### Una iniciativa con éxito

El sistema de ahorro y vivienda fue definitivamente una de aquellas iniciativas que no se equivocó de hora. A pesar de las restricciones que posteriormente se le impusieron y del abandono de algunos de sus principios fundamentales, ha ofrecido una opción segura y líquida para los ahorradores. Los temores de que los deudores no podrían pagar la corrección monetaria y los intereses, pronto se

disiparon. La demanda de préstamos siempre ha superado las disponibilidades. Los pagos mensuales han llegado a representar una suma equivalente a más de 400 millones de dólares por año. El monto de préstamos canalizados por las Corporaciones de Ahorro y Vivienda en quince años representa seis mil millones de dólares, y como es apenas natural, su impacto sobre los otros sectores económicos ha sido notable. Alan S. Binder, Profesor de Economía de la prestigiosa Universidad de Princeton, escribió recientemente que un sistema de bonos de valor constante le daría a quienes formulan la política "la posibilidad de anticipar y manejar la economía más efectivamente", y al ciudadano ordinario, "garantizar el ingreso y defender su ahorro". Nos complace no haber "vivido a la penúltima moda", como decía Carlos E. Restrepo de Colombia, sino habernos anticipado a una tendencia cada día más universalizada.

### El diseño urbano

Desafortunadamente la veta rica del Sistema no ha sido plenamente aprovechada. La imaginación ha trabajado más para vulnerarlo que para proyectarlo hacia nuevos campos. No eran nuestras intenciones buscar solamente ahorro, empleo y crecimiento. En mi primer Mensaje al Congreso en julio de 1971 propuse una política que ofreciera ciudades gratas y mejores condiciones sociales. "Para ello es indispensable planear, prospectando un crecimiento balanceado y un diseño urbano que evite la tendencia tradicional a la dispersión y que, por el contrario, mire nuestras necesidades y recursos; reducir, en lugar de aumentar, nuestros problemas de congestión y de transporte urbano; revisar nuestras instituciones financieras para movilizar con instrumentos más ágiles los recursos apropiados; estimular nuevas industrias y promover técnicas aplicables a ellas.

Hay que proseguir –agregué– una urbanización conforme a los objetivos de crear una sociedad más justa, que asegure para todos sus miembros buena salud, educación apropiada, vivienda aceptable y suficientes servicios públicos de diversa índole. Programar el mejoramiento de nuestras ciudades creando oportunidades y centros de cultura y esparcimiento que todos puedan compartir. Ciudades y barrios en los cuales se pueda vivir dignamente y con seguridad. Ciudades donde la valorización de la tierra no beneficie a unos pocos sino que se traduzca en beneficio de todos". ¿No sería este todavía el más ambicioso programa para las complejas circunstancias del país presente?

### Ciudades dentro de la ciudad

Todo esto se tradujo en la idea, que el Profesor Currie venía elaborando con mente visionaria y lúcida, y que mi gobierno le propuso al país con el nombre de "ciudades dentro de la ciudad". Pero no fue una idea perdida en el empirismo sino que dejamos listos los estudios y constituidos los grupos de trabajo en distintas ciudades. En Bogotá se prepararon tres diseños urbanos, uno de ellos fue el Salitre, todos ellos con sus respectivos estudios económicos y diseños arquitectónicos. Otro tanto aconteció en Cali, Barranquilla, Medellín, Bucaramanga. En esta última ciudad se construyó la Ciudadela Real de Minas con el posterior esfuerzo de distinguidos compatriotas.

### La ciudad de los ricos y la ciudad de los pobres

El desarrollo urbano que queríamos evitar, por otra parte, era el que se basaba en la segregación por estamentos sociales, en la identificación dentro de los contornos de la misma ciudad, la ciudad de los ricos y la ciudad de los pobres, en los altos costos de la obligada y repetida utilización diaria del transporte, en el mal uso de los recursos escasos. Lamentablemente, y no obstante que las bases de la realización armónica de esos proyectos quedaron listas, es muy poco lo que se ha hecho en los años recientes. La segregación crece y se acentúa por la carencia de políticas claras y audaces. Habitualmente el sur de las ciudades es el punto cardinal de la pobreza, y el Norte, signo de la riqueza, pero también congestionado de manera disparatada y con mala utilización ambiental de sus áreas.

La estrategia que propusimos, lo creo hoy aún más, es la única solución para esas áreas metropolitanas de indefinidas fronteras como Ciudad de México. Ojalá no esperemos para adoptarla hasta que Bogotá alcance el tamaño inmanejable de esa megalópolis.

### Liderazgo: hacer las cosas acertadas

Pero permítanme reformular el problema que afronta no solo Colombia sino buena parte de nuestro Continente. Están a la vista los cuantiosos recursos naturales no utilizados. Contamos con planta y equipo con capacidad de una más alta producción. Son millones de desempleados y subempleados que poco contribuyen a la producción. Existen innumerables necesidades insatisfechas que bien podrían ser atendidas con los recursos ociosos. El problema está en ese necesario liderazgo que como consignó el Presidente Richard Nixon en su obra Líderes, convoque a una nación a hacer las cosas acertadas, a una estrategia que reúna esos distintos elementos dispersos en torno de una común ambición nacional.

Absurda es la dicotomía entre crecimiento y redistribución; si existiere alguna diferencia ella no radica en los objetivos sino en los medios y caminos para alcanzarlos. Durante algunos de los años finales de la década del 60, y de comienzos de la del 70, nuestra tasa real de crecimiento alcanzó el 7%, y fue período en el que no se presentó la bonanza de ningún producto. Se trató de un crecimiento repartido contando como factores prioritarios la diversificación de exportaciones y la construcción. Quedó demostrado que no era imposible para Colombia lograr una tasa de crecimiento del 7%.

Lo anterior contrastó con la posterior tasa de crecimiento en promedio, con contados años de excepción, del 2%. Si se considera que la tasa de incremento de población ha sido del 1.5%, serían necesarios 141 años para doblar nuestro modesto ingreso *per cápita*. Con la tasa del 7%, y la misma tendencia poblacional, solo tomaría 13 años. Es de elemental lógica la afirmación de que no podría mejorar el bienestar del pueblo solo con la oferta de la redistribución partiendo de tan bajo nivel de ingresos.

### Estrategia contra la pobreza

La solución, por ello, de la pobreza está en las grandes estrategias, las que van al fondo del problema y proponen las grandes soluciones. Se habla mucho del afrontamiento directo a la pobreza, pero poco de los mecanismos encaminados a transformar los desequilibrios propios de los países. Un connotado economista, el Profesor Okun, expresó que todos sabemos que para curar un dolor de garganta no es necesario aplicar el antibiótico en la misma garganta, pero que en cambio no pocos creen que para curar un problema económico hay que aplicar la inyección directamente en la parte adolorida. Es gráfico ejemplo que ilustra la diferencia entre una política diseñada para reactivar una economía deprimida y el juego simple de transferencias de fondos sacados de un tonel común para ayudar a un estrato específico de pobladores.

### Alcances de un homenaje

Este homenaje me llega muy de cerca por todo el contenido de generosas reminiscencias que encierra. Aunque, a su vez, lo interpreto como un autohomenaje de muchos de los aquí presentes que han querido simbolizar en el Profesor Currie y en mí, ya que han sido copartícipes en la creación o en el feliz desenvolvimiento de una idea afortunada. Tiene, igualmente para mí un alto valor, por ser su oferente, en palabras cordiales que agradezco, persona amiga, uno de esos colaboradores que conjuga en su personalidad carácter y lealtad, virtudes que no son muy frecuentes en los espíritus ante las circunstancias cambiantes del poder. Luis Eduardo Rosas fue además uno de los artífices del sistema.

Gratitud también por haber tenido la deferencia los organizadores de este acto, de invitar a hacer presencia a quienes formaron ese desinteresado grupo de inteligencias de larga mira. El Ministro de Hacienda de la época, Rodrigo Llorente, quien no vaciló un solo instante ante el fuego cruzado de las críticas de quienes hacen del *no* cambio su refugio. Roberto Arenas Bonilla, quien al frente del Departamento Nacional de Planeación diseñó el esquema fundamental de tan trascendental programa. Y quienes Luis Eduardo Rosas denomina "el grupo de los miércoles": Eduardo Gaitán Durán, Samuel Hoyos, Aníbal López, Andrés Uribe, Gonzalo Córdoba, Rodrigo Gutiérrez, César Garcés Vernaza, Eduardo Villate.

### Currie: un gran colombiano

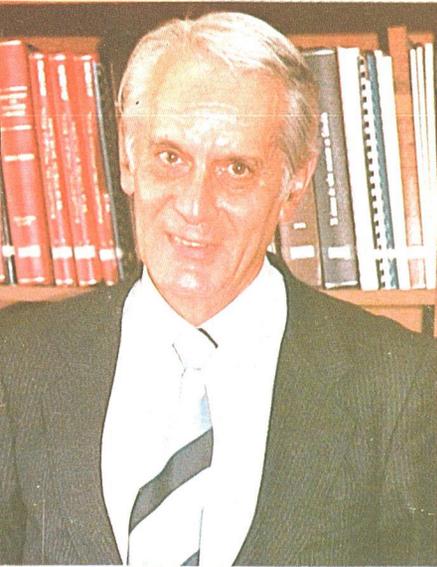
Hecho feliz para nuestra Patria es la de haber incorporado entre sus ciudadanos, no solo con la tarjeta que lo acredita como tal, sino con el valioso aporte de su inteligencia siempre en ebullición, a Lauchlin Currie. En reciente simposio del Asia, después de escuchar las intervenciones de los delegados del Japón, Taiwán, Corea del Sur, Singapur, y otros, expresé con no disimulada nostalgia, que al paso que en esa área del Orbe, las sucesivas presentaciones expresaban un análisis de éxitos, en Latinoamérica los foros se convertían en explicaciones de frustraciones. Estado de alma que también en mí se manifiesta cuando miro hacia atrás lo que en intermitentes etapas el Profesor Currie propusiera en vano. Lo que recomendara en 1949, cuando con percepción de lejanía el

Presidente Ospina Pérez trajo la primera Misión del Banco Mundial, cuyas conclusiones el Presidente Laureano Gómez quiso ejecutar, pero lo truncó la crisis de las instituciones. La propuesta de la Corporación del Magdalena Medio. Más adelante la Operación Colombia encaminada a regular el tránsito rural hacia las urbes. De ahí mi no escondida satisfacción de que celebremos con este aniversario las realizaciones del Sistema del Valor Constante, fruto en alto grado de su imaginación fecunda. No exagero al decir que es la única revolución económica que ha conocido el país a lo largo de una historia de indecisiones y de permanente dejar para el mañana lo que en el hoy hubiera podido haberse hecho. A él le rindo este homenaje, y en nombre de él, así lo ha querido, acepto el que se le rinde.

### La fuerza de la idea

Aunque en estos días recientes Lucho Herrera poco espacio nos ha dejado para ocuparnos de otros temas, algo he leído de la aparición una vez más del síndrome recurrente entre personas desinformadas en contra del Valor Constante. A quienes en torno al Sistema montan guardia con reconocida mística quisiera referirles una anécdota de ese sabio maestro de mi existencia que fuera el Presidente Mariano Ospina Pérez. Al cumplir 80 años, en acto celebrado en la Casa de Bolívar, le pedí hacerme confidente de algunas de las que el considerara enseñanzas relevantes de sus años. Su respuesta fue inmediata: "Que muchos momentos de la vida se pasan preocupándose de cosas que nunca suceden". Es inocua empresa que nunca sucederá con éxito la de resquebrajar el Sistema de Valor Constante. Una acertada idea es invulnerable!

Mil gracias.



LUIS EDUARDO ROSAS

### **XV Aniversario del Sistema UPAC**

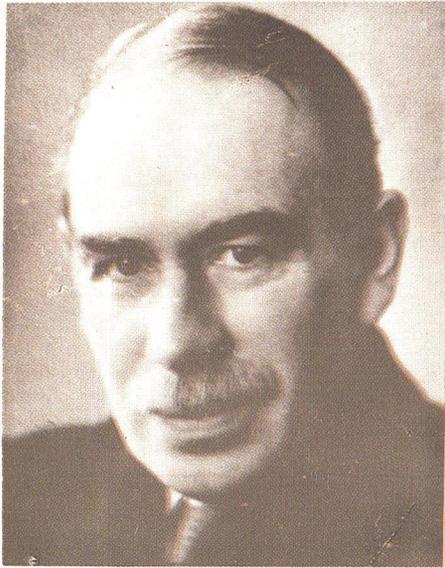
#### **Palabras de ofrecimiento de la Cena de Aniversario Dr. Luis Eduardo Rosas**

**Cartagena, mayo 1987**

Nada más grato para las instituciones que conforman el Sistema Colombiano de Ahorro y Vivienda que compartir la conmemoración de sus primeros quince años en compañía de nuestros colegas del continente americano y en esta histórica ciudad del Caribe; cálido mar por el cual navegaron nuestros precursores y libertadores en busca de apoyo y refugio en los momentos difíciles. Trinidad, Barbados, Haití, Jamaica, les tendieron la mano y con esa generosidad tan propia de quienes habitan sus islas y puertos contribuyeron a la formación de las jóvenes naciones aquí representadas.

Nuestro Sistema de Ahorro y Vivienda es quizás el más joven de nuestro continente. Pero en su corta existencia ha reunido una serie de interesantes experiencias, coincidencias afortunadas y luchas ardorosas en la defensa de la vivienda y de su financiamiento, que creemos vale la pena compartir con los miembros de la Unión Interamericana y con los amigos de otros continentes que hoy nos honran con su presencia.

Con la firma, el 2 de mayo de 1972, por parte del Presidente Misael Pastrana de dos breves decretos, se puso en marcha el instrumento de una estrategia nacional de desarrollo que incorporó modalidades de particular interés para naciones que como la nuestra tienen una economía mixta de iniciativa privada con intervención estatal.



LORD KEYNES

**Un volumen de recursos que equivale a tres mil millones de dólares, provenientes del ahorro privado.**

**No se ha recurrido al presupuesto nacional a la emisión del banco central ni al crédito externo.**

La acción conjunta del sector oficial y de un vigoroso sector privado representado no solamente por un grupo financiero nuevo, innovador y dinámico, sino por el esfuerzo creativo de la ingeniería y de la arquitectura nacionales y con la contribución decisiva de la fuerza laboral colombiana, le permite al Gobierno Nacional encauzar hacia los programas de desarrollo un volúmen de recursos que hoy equivale a más de 3.000 millones de dólares y que proviene exclusivamente del ahorro de casi cuatro millones de ahorradores, pequeños en su gran mayoría, lo cual rompió en nuestro país el mito de que solo los más pudientes tenían capacidad de ahorro.

Esta modalidad particular de intervención estatal y de administración privada mostró, especialmente durante sus primeros años de operación y antes de que se le impusieran limitaciones a su desarrollo, que era posible acelerar en forma considerable la tasa de crecimiento de la economía y del empleo, sin que esto representara costo alguno para el presupuesto de la Nación. Ni un solo gasto burocrático o de inversión se ha hecho con recursos públicos o de emisión de nuestro banco central. Tampoco se ha recurrido al crédito externo, cuyo servicio tanto afecta a nuestros países. Con el solo ahorro privado se están generando más de 400.000 empleos por año.

No falta, sin embargo, quien todavía hoy pregunte cómo hacer para que este sistema contribuya a la solución de los problemas nacionales. Y recomiende medidas que pueden agravar esos problemas en vez de solucionarlos.

Nuestros colegas de otros países saben lo difícil que es poner en marcha una gran empresa de esta clase. Les podemos asegurar que tampoco fue fácil para nosotros; que los estudios previos económicos y legales fueron arduos y que comprometieron el talento de ciudadanos eminentes y por sobretodo, una gran dosis de liderazgo político y de coraje, tanto en la toma de decisión como en su ejecución. Pero esto existe en algún grado y en algún momento en todos los países. Fue en este momento, quizás, donde se presentaron las coincidencias afortunadas, que a veces son decisivas.

Recordemos, por ejemplo, que nuestra corta historia se remonta a las primeras décadas de este siglo. Se inició bien al norte del cálido Caribe, en una gélida población de pescadores de la Nueva Escocia canadiense. Antes de cumplir los 17 años Lauchlin Currie, el autor intelectual de nuestro Sistema, había vivido en muchos sitios del Canadá y de los Estados Unidos.

En su nativa Nueva Escocia estudió en el St. Francis Xavier's College, obtuvo luego un master en la London School of Economics y el doctorado en la Universidad de Harvard, donde comenzó a ganar prestigio y, siendo aún estudiante, fue profesor asistente del gran maestro Allyn Young quien, desafortunadamente, murió prematuramente dejando sin apoyo académico a su discípulo en 1929. Se sucedió una serie de desastres. La Gran Depresión y la muerte de un hermano agravaron la situación familiar. La escasez de empleo se extendía al campo académico y tuvo, para sostener a su familia, que tomar una serie de trabajos de enseñanza en el área de Boston, a la vez que continuaba su cátedra de Teoría Monetaria en Harvard, posición que conservó por siete años.

Fue entonces cuando se revelaron, no solo su enorme potencial como economista, sino su mente original e independiente, su tremenda capacidad de trabajo y su particular estilo socrático de enseñanza. A pesar de la difícil situación económica, no solo familiar sino mundial, comenzó a proponer, como fórmula de restaurar la pérdida en el poder de compra que alimentaba la recesión, algo que hasta entonces era una herejía: el gasto público deficitario.



MARRINER ECCLES

Los analistas del desarrollo de las ideas económicas aseguran que Lauchlin Currie en aspectos significativos se anticipó a Keynes. Pero, esto, antes de la publicación de la Teoría General, era no solo herejía, era inmoral. Desde entonces, el Profesor Currie ha tenido que enfrentar la suerte de quienes, prematuramente, tienen la razón.

Abandonó Harvard y aceptó la invitación del Profesor Jacob Viner para asesorar en Washington a la Tesorería de los Estados Unidos. Allí, una de esas coincidencias afortunadas lo unieron a un exitoso banquero, Marriner Eccles, quien llegaría a ser Presidente de la Junta de la Reserva Federal. El paso de Lauchlin Currie por la Reserva Federal, cuenta Byrd Jones, "estuvo acompañado por un torrente de memorandos que enseñaban, que persuadían, que clarificaban". Con Eccles rescataron y le dieron forma al hasta entonces tambaleante New Deal en sus aspectos macroeconómicos. A ese respecto anota el Prof. John Kenneth Galbraith: "era la primera vez que a un gobierno le llegaban ideas nuevas e importantes a través de su Banco Central; pero que nadie se preocupe, esto jamás volverá a ocurrir".

De esa época datan su libro "The Supply and Control of Money in the U.S.", obra clásica que todavía se sigue editando y consultando y numerosos artículos, uno de los cuales fue escogido posteriormente por el Journal of Political Economy, que dirigía Harry Johnson, como uno de los 24 mejores artículos en 75 años de vida de esa publicación. Fue coautor de la Ley Bancaria de los Estados Unidos en 1935, que creó el Sistema de la Reserva Federal en su forma moderna como una autoridad monetaria, y, al año siguiente, cuando apareció "el" libro de Keynes, comenzó a ser reconocido como el más influyente exponente de las nuevas ideas en el mundo académico y político de Washington, lo cual lo llevó a la Casa Blanca como asesor personal de F.D. Roosevelt, quizás el más poderoso gobernante que haya tenido esa gran nación, ya que fue elegido cuatro veces y le correspondió la época de la Gran Depresión y de la Segunda Guerra Mundial. Allí cumplió las más variadas tareas: fue consejero y vocero de Roosevelt en los escenarios mundiales, administrador de la ayuda civil y militar a China, representante ante Chiang Kai-Chek, administrador de la ayuda externa para esfuerzos de guerra, Jefe de la Misión Aliada que arregló un convenio con Suiza en tiempos de guerra y, sobretodo, gran promotor de las nuevas ideas económicas, siempre dentro de su estilo de trabajo basado en la fuerza del razonamiento y en las convicciones de sus colaboradores, sin imponer presiones, sin dar órdenes. Pero las nuevas ideas eran peligrosas aún en ese entonces lo cual lo convirtió, como en otras ocasiones le ha sucedido, en víctima de los mediocres, en este caso del tristemente célebre McCarthy.

Como Director de la primera misión del Banco Mundial a un país en desarrollo el Prof. Currie llegó a Colombia en 1949.

Resulta importante anotar que la combinación de teoría, política y ejecución que han caracterizado su trabajo resultó también decisiva en el que sería su nuevo país. No resulta difícil para un economista dirigir una misión y editar un buen informe. Lo difícil es que sus recomendaciones sean aceptadas y puestas en marcha. El hecho de que el informe del Banco Mundial hubiera tenido tanto impacto y por tanto tiempo no fue un accidente. Se debió en gran parte a un notable Grupo de Estudios —el Comité de Desarrollo Económico— formado al estilo de una Comisión Real Británica, que gracias al prof. Currie el gobierno decidió crear para estudiar el informe y sus recomendaciones.

**Era la primera vez que a un gobierno le llegaban ideas nuevas e importantes a través de su banco central.**



FD. ROOSEVELT

Terminada la labor del Comité, logró que se adoptara una de sus recomendaciones, la de crear una Oficina Nacional de Planeación, que estuvo dirigida por tres distinguidos ciudadanos los cuales contaban con su asesoría. Repetimos, que la revolución del Transporte de los años 50 que convirtió a una serie de regiones aisladas en una unidad y las excelentes políticas monetarias, cambiarias y fiscales de ese entonces no fueron accidentes, sino el resultado de cuidadosa planificación.

Luego de un período en que se dedicó a la ganadería de leche y durante tres años obtuvo la más alta productividad en el país, contrajo matrimonio, se nacionalizó y formó una familia colombiana.

Más tarde, en los años 60, fue persuadido por el entonces Ministro de Obras Públicas, y actual Presidente, el Dr. Virgilio Barco, para volver a la economía y a la asesoría. Dirigió muchos estudios, escribió muchos artículos y libros y fue profesor visitante en Inglaterra, Canadá y los Estados Unidos. Estando en esta última etapa pensó que sus años de asesoría eran cosa del pasado. Pero las coincidencias afortunadas que indicáramos anteriormente volvían a aparecer.

Hacia finales de 1970 el Presidente Pastrana nombra Jefe del Departamento Nacional de Planeación al Dr. Roberto Arenas. El Presidente y su planificador coinciden en el nombre de un asesor macroeconómico: Lauchlin Currie. Para quienes en alguna forma hemos sido sus discípulos, más allá de su enorme capacidad como economista nos ha impresionado y servido de ejemplo la absoluta honestidad intelectual que ha estado presente en todos sus actos y que lo ha llevado a defender sus ideas aún en las situaciones más adversas. Otro de sus discípulos, el Prof. Galbraith, indicaba al comentar la difícil misión del asesor, que los funcionarios públicos muchas veces buscan asesores, no para que les ayuden a definir las políticas justas, sino para que les ayuden a encontrar argumentos persuasivos para defender las políticas injustas.

Cuánto enaltece al Presidente Pastrana, tal como tiempo atrás lo había hecho el Presidente Roosevelt, el haber seleccionado un asesor a quien solo motiva su irrevocable vocación de diseñar las políticas que mejor sirven a la comunidad.

El Presidente Pastrana desde su campaña presidencial había propuesto encauzar el inevitable desarrollo urbano para que sirviera de motor del desarrollo. Como Jefe del Estado, en su primer mensaje al Congreso, en julio de 1971 anotaba: "El desarrollo es hoy un fenómeno inseparable del crecimiento urbano". Tesis casi herética en ese entonces y que despertó grandes críticas. Hoy, frente a las agudas y prolongadas recesiones, las naciones vuelven sus ojos al desarrollo urbano y a la vivienda en particular.

La visión del estadista, encontró el mejor respaldo en la fuerza de las ideas y en la invaluable experiencia del Prof. Currie, quien desde los años de la Gran Depresión había recomendado impulsar la construcción como estrategia de reactivación. Las coincidencias y las ideas comenzaron a plasmarse en un nuevo plan de desarrollo que proponía dar un impulso decisivo al desarrollo por medio de las exportaciones, sector que desde el anterior gobierno había iniciado su despegue, y de un sector líder interno, la edificación.

**Los funcionarios públicos muchas veces buscan asesores para que les ayuden a defender las políticas injustas.**

**El desarrollo es un fenómeno inseparable del crecimiento urbano.**

El torrente de memorandos que clarificaban, persuadían y enseñaban inundó la Planeación a comienzos de los años setenta, tal como había sucedido en la de los años 50 y, más atrás, en la Reserva Federal y en la Casa Blanca. Un grupo de ciudadanos ilustres unidos por su respeto y admiración por el Prof. Currie y sin otra recompensa que la de servir a su país, se constituyó en el "Grupo de Trabajo de los Miércoles", aunque su labor era permanente ya que en cada sesión se encomendaba a cada uno de ellos el análisis de alguno de los aspectos jurídicos, económicos, de ingeniería, urbanos o de posibles embotellamientos de insumos o administrativos. La estrategia del sector líder, aquella que busca incrementar el ahorro para canalizarlo hacia la edificación y hacia un diseño urbano que se ha conocido como Ciudades dentro de la Ciudad, tomaba forma. El Grupo de los Miércoles le garantizaba tanto al Presidente como al país que tal estrategia no era solamente el fruto de la imaginación y de los buenos deseos, sino una concepción que había sido cuidadosamente analizada por personas competentes y desinteresadas. Esto resultaba especialmente importante en el caso de la corrección monetaria o ajuste de los saldos de ahorro e hipotecas al índice del costo de vida, algo novedoso en Colombia.

La oposición a esta nueva idea no se hizo esperar. Aún dentro del gobierno las dudas y vacilaciones, cuando no la oposición soterrada, conspiraban contra la misma. Los organismos internacionales, con la honrosa excepción de la AID, consideraban la idea como inconveniente. La medida, en pocas palabras, no era popular e iba contra la corriente.

El permanente dilema de la economía política de que muchas de las medidas convenientes no son populares y muchas de las medidas populares son inconvenientes volvía a surgir. Indudablemente el hecho más trascendental de esta recolección histórica lo constituyó la decisión del Presidente Pastrana de acoger la recomendación y de asumir como gobernante la responsabilidad de ejecutarla. Un estadista no sacrifica el desarrollo a largo plazo, ni las ideas importantes, tan solo por evitar críticas de momento.

Los hechos subsiguientes son ampliamente conocidos. En pocos meses se desarrolló un sistema de ahorro totalmente nuevo y que nuestras entidades financieras ni conocían ni manejaban: el de los ahorros y préstamos hipotecarios que incorporaban un ajuste diario por corrección monetaria. En su primer año de operaciones, en 1973, el ahorro aumentaba a un ritmo de varios miles de millones de pesos de ese año, algo que hasta entonces se consideraba imposible, y la demanda de préstamos en poco tiempo duplicaba el ritmo del ahorro. Centenares de miles de empleos comenzaron a ser generados y la economía en su conjunto registró las más altas tasas de crecimiento de su historia.

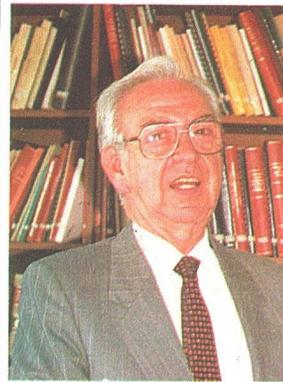
Los prerequisites del desarrollo, como lo son un alto crecimiento, que la mano de obra barata se haga escasa y por consiguiente mejor remunerada, y que esto lleve a innovaciones tecnológicas y mayor productividad, comenzaron a generar preocupación. Cuando en las obras aparecían los avisos que decían "se necesitan trabajadores" ya casi había angustia. Esto era demasiado para nuestro subdesarrollo. Se preguntaba además por el contenido social de este programa. Resulta curioso que una estrategia que genere un gran volumen de empleo mejor remunerado, que reduzca el desempleo, el subempleo y la pobreza no tenga contenido social. Como lo anota con su gran honestidad el Prof. Currie: "Las soluciones para la pobreza mal pueden convertirse en ideología que suscite altercado diario. Ocuparse de la pobreza no siempre significó resolverla".

**El grupo de los miércoles: Un grupo de ciudadanos ilustres sin otra recompensa que la de servir a su país.**

EL GRUPO DE LOS MIERCOLES



**Samuel Hoyos  
Arango**



**César Garcés  
Vernaza**



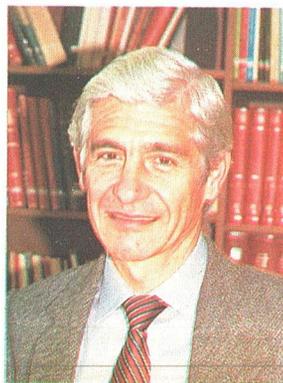
**Andrés Uribe  
Crane**



**Eduardo Gaitán  
Durán**



**Anibal López  
Trujillo**



**Rodrigo Gutiérrez  
Duque**



**Roberto Arenas  
Bonilla**



**Gonzalo Córdoba  
Angulo**

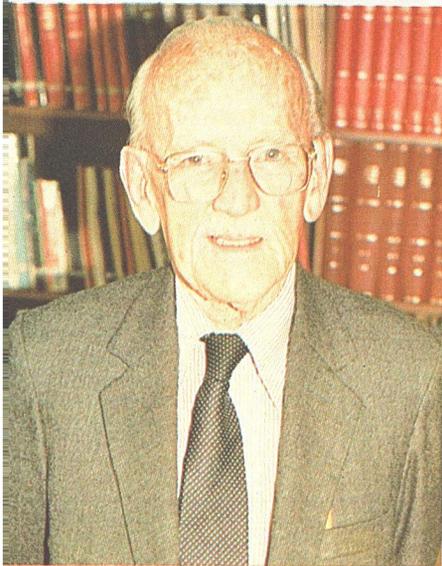
Se decía también que la construcción le quitaba recursos a los sectores productivos. Extraña forma de considerar la productividad, pero que se tradujo en medidas que frenaron el ahorro para nuestro sector. Los recursos que antes se dirigían con gran éxito hacia la construcción parecían desvanecerse, ya que a pesar de la bonanza cafetera subsiguiente, la economía comenzaba a frenarse. Las divisas comenzaban a acumularse pero la economía no respondía como en el pasado, con lo cual se reafirmaba la hipótesis del autor del sector líder: "el problema del crecimiento no es tanto escasez de recursos como el mal uso que de ellos se hace". Cuánto tiempo se perdió y que costoso ha resultado en términos de empleo y bienestar. La inflación secular, que sin base alguna se quiso atribuir a la indización y a la construcción, no disminuyó, sino que por el contrario creció aún más.

Afortunadamente el Sistema Colombiano de Ahorro y Vivienda había demostrado su fortaleza, que estaba apoyada en la solidez de sus principios. Se convirtió en modelo para nuestro continente y en el mayor sistema de ahorro del país. La sola recuperación de préstamos representa actualmente, el equivalente a 450 millones de dólares por año, lo cual constituye nuevo ahorro y crédito para la vivienda. El principio de la corrección monetaria permite que los deudores puedan atender el servicio de los préstamos cuando la inflación y los intereses son altos, a la vez que protege los saldos del ahorro y de los préstamos de la devaluación monetaria. No existe conflicto entre la conveniencia de mantener la estabilidad en el nivel de precios y realizar los ajustes que reducen los efectos nocivos de la inflación. Si se controla la excesiva emisión monetaria se reduce la inflación y, con ella, desaparecen la corrección monetaria y la devaluación de la tasa de cambio.

Pero mi propósito de hoy es rendir un homenaje en nombre del Sistema Colombiano de Ahorro y Vivienda a sus creadores. Al Sistema lo defienden sus resultados. Cuatro millones de ahorradores, tres mil millones de dólares en ahorro, cuatrocientos mil empleos por año, quinientas mil viviendas, comprometen nuestra gratitud con el Presidente Pastrana, el Prof. Currie, el Dr. Arenas y los miembros del "grupo de los miércoles": los exministros Eduardo Gaitán Durán, Samuel Hoyos Arango y Aníbal López Trujillo y los doctores Rodrigo Gutiérrez Duque, Gonzalo Córdoba Angulo, Andrés Uribe Crane y César Garcés Vernaza.

Esto concluye la presentación formal de mis comentarios informales. Quisiera agregar que todos los fundadores de nuestro joven sistema continúan en permanente y creativa actividad.

El Ex-Presidente Pastrana procura, sin mucho éxito, limitarse a un solo discurso, un solo artículo o una sola entrevista por día. Se mueve en los escenarios mundiales donde continuamente se le



LAUCLIN CURRIE

**Pocos economistas, ninguno en lo que conozco, han combinado tal profundidad en asesoría y tal competencia profesional.**

consulta. El Profesor Currie, 15 años atrás y cuando ya frisaba los setenta, comenzó a tomar clases de tenis para ocupar el tiempo que la preparación de un nuevo plan de desarrollo y la creación de un nuevo sistema financiero le dejaban libre; hoy es ya una promisoría figura del deporte; cultiva lirios, enseña en la universidad y como consultor de nuestro Instituto mantiene un ojo avizor y paternal sobre el Sistema. El torrente de memorandos no le deja un minuto libre a Olga, su secretaria. Ha escrito más libros. Uno de ellos sobre asesoría económica fue considerado por el Prof. Cairncross de la Universidad de Oxford como el más consistente de cuantos ha leído sobre desarrollo económico, y el Prof. Galbraith dijo sobre su autor: "Pocos economistas, ninguno en lo que conozco, han combinado tal profundidad en asesoría y tal competencia profesional, con tanta capacidad para reflexionar y para escribir sobre esos temas".

Nuestros amigos del "grupo de los miércoles", así como el Dr. Rodrigo Llorente, entonces Ministro de Hacienda y el Dr. Arenas también nos acompañan esta noche y siguen muy activos en sus respectivas profesiones, dispuestos siempre a dar consejo y asesoría.

Al Ex-Presidente Pastrana, al Prof. Currie y a todos ellos queremos rendirles tributo de admiración y gratitud.

---

# **ANEXOS I Y II**

**Comparación de un Préstamo  
con Tasa Nominal de Interés Fija  
y con Corrección Monetaria**

**Cifras Estadísticas  
Sistema UPAC 1972-1987**

**Comparación de un préstamo hipotecario hecho con tasa nominal de interés fija y con corrección monetaria**

En la primera parte del documento se hizo referencia a las ventajas que ofrece la corrección monetaria en préstamos a largo plazo. El propósito del presente Anexo es demostrar en forma numérica lo expuesto en el texto.

**Las suposiciones**

1. La misma tasa de inflación, como ejemplo 21% en cada año.
2. Los ingresos nominales suben al mismo ritmo de la inflación (lo cual subestima el incremento del ingreso cuando la productividad crece).
3. Un interés nominal del 31% equivalente a una corrección monetaria del 21% y un interés real del 8.0%.
4. El mismo valor del préstamo, \$100.000, y el plazo de 15 años.
5. Corrección monetaria igual a la tasa de inflación.
6. El primer pago mensual, en ambos casos, se limita al 25% del ingreso del prestatario.

Tomando en cuenta tales supuestos se elaboraron los Cuadros I y II del Anexo, en los cuales se presenta el contraste de los pagos mensuales durante la vida del préstamo bajo las dos modalidades.

Puede observarse como, para conseguir el mismo préstamo, el deudor que paga siempre la misma cuota mensual en pesos debe contar, inicialmente, con un ingreso mensual de \$9.186, en comparación con un ingreso de \$3.820 mensuales en el caso del prestatario que paga corrección monetaria. La diferencia es de 2.40 veces. Es por ello que la cuota fija reduce el acceso a un buen número de prestatarios. En el caso de la corrección monetaria el pago en pesos corrientes aumenta pero mantiene una proporción constante con el ingreso (la proporción puede caer si, como sucede normalmente, el ingreso crece más que la inflación).

Sin corrección monetaria las personas más acomodadas pueden, al prestar a la tasa corriente de interés, adquirir su vivienda con un pago mensual que disminuye como proporción de su ingreso. En contraste, la mayor parte de los compradores potenciales solo pueden adquirir una vivienda menos buena si mantienen los pagos iniciales dentro del 25% de su ingreso.

Vale la pena tener en cuenta, como se indica en el texto, que la demanda de nueva vivienda depende de la relación que exista entre los pagos mensuales de la hipoteca y los arrendamientos corrientes que se cobren por vivienda similar. Pero, dicha relación es importante en el primer año y no diez o quince años más tarde.

**CUADRO Nº 1**  
**PRESTAMO CON TASAS**  
**CORRIENTES DE INTERES Y**  
**CUOTAS CONSTANTES**

MES	CUOTA	SALDO DEUDA	INGRESO	CUOTA/INGRESO %
1	2,296	99,959	9,186	25.00
12	2,296	99,436	10,939	20.99
24	2,296	98,698	13,236	17.35
36	2,296	97,734	16,016	14.34
48	2,296	96,474	19,379	11.85
60	2,296	94,828	23,449	9.79
72	2,296	92,677	28,373	8.09
84	2,296	89,866	34,331	6.69
96	2,296	86,192	41,541	5.53
108	2,296	81,391	50,265	4.57
120	2,296	75,118	60,820	3.78
132	2,296	66,919	73,592	3.12
144	2,296	56,206	89,047	2.58
156	2,296	42,205	107,747	2.13
168	2,296	23,909	130,373	1.76
180	2,296	0	157,752	1.46

Para los supuestos, ver texto.

**Cuadro Nº 2**  
**PRESTAMO CON CORRECCION**  
**MONETARIA**

MES	CUOTA	SALDO DEUDA	INGRESO	CUOTA/INGRESO %
1	955	101,300	3,820	25.00
12	1,137	116,544	4,548	25.00
24	1,375	135,194	5,500	25.00
36	1,665	155,974	6,660	25.00
48	2,014	178,784	8,056	25.00
60	2,437	203,332	9,748	25.00
72	2,949	229,047	11,796	25.00
84	3,568	254,953	14,272	25.00
96	4,317	279,489	17,268	25.00
108	5,224	300,280	20,896	25.00
120	6,321	313,809	25,284	25.00
132	7,649	314,982	30,596	25.00
144	9,255	296,544	37,020	25.00
156	11,198	248,284	44,792	25.00
168	13,550	155,977	54,200	25.00
180	16,396	0	65,584	25.00

**Cuadro N° 2**  
**CAPTACIONES DE LAS**  
**CORPORACIONES DE AHORRO**  
**Y VIVIENDA 1973-1987**  
(Millones de pesos constantes,  
Dic. 1972)

	TRIMESTRES				INCREMENTO ANUAL	
	MARZO	JUNIO	SEPTIEMBRE	DICIEMBRE	VALOR	%
1973	403 114.7%	1,473 265.5%	2,650 79.9%	3,412 28.8%	3,600	—
1974	5,357 57.0%	6,359 18.7%	6,723 5.7%	6,388 -5.0%	2,976	87.2%
1975	8,217 28.6%	8,677 5.6%	9,875 13.8%	9,513 -3.7%	3,125	48.9%
1976	11,430 20.2%	11,541 1.0%	12,658 9.7%	12,685 0.2%	3,172	33.3%
1977	15,158 19.5%	15,587 2.8%	16,025 2.8%	14,605 -8.9%	1,920	15.1%
1978	17,591 20.4%	19,000 8.0%	20,200 6.3%	18,256 -9.6%	3,651	25.0%
1979	20,682 13.3%	21,435 3.6%	23,614 10.2%	22,976 -2.7%	4,720	25.9%
1980	25,938 12.9%	26,588 2.5%	28,445 7.0%	29,071 2.2%	6,095	26.5%
1981	32,520 11.9%	33,606 3.3%	34,694 3.2%	35,333 1.8%	6,262	21.5%
1982	38,491 8.9%	39,944 3.8%	40,533 1.5%	41,659 2.8%	6,326	17.9%
1983	45,824 10.0%	48,108 5.0%	50,575 5.1%	49,502 -2.1%	7,843	18.8%
1984	52,486 6.0%	52,756 0.5%	54,903 4.1%	54,891 .0%	5,389	10.9%
1985	60,840 10.8%	62,250 2.3%	64,938 4.3%	65,018 0.1%	10,127	18.4%
1986	71,663 10.2%	72,429 1.1%	73,767 1.8%	73,086 -0.9%	8,068	12.4%
1987	78,386 7.3%	81,291 3.7%	82,170 1.1%	79,505 -3.2%	6,419	8.8%

Las cifras porcentuales indican el crecimiento con respecto al trimestre anterior.  
Fuente: Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda.

**Cuadro N° 3**  
**RELACION DE PRESTAMOS**  
**ENTREGADOS SOBRE**  
**PRESTAMOS SOLICITADOS**  
**EN EL SISTEMA UPAC**  
 (%) Pesos corrientes

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Enero	20.3	33.6	42.6	45.0	44.7	48.3	53.8	54.5	56.3	60.3	61.0	64.5	65.7	63.3	65.1
Febrero	19.4	33.3	43.3	44.2	44.6	48.7	53.8	54.4	56.9	60.0	61.2	64.3	64.3	63.2	64.5
Marzo	17.5	33.8	44.1	44.6	46.1	49.4	53.4	54.0	57.5	60.4	59.9	64.5	63.8	62.8	64.5
Abril	17.7	33.4	44.4	44.3	47.0	50.2	52.7	53.5	58.0	60.6	59.4	64.5	62.2	62.2	64.4
Mayo	16.7	34.1	44.2	44.4	45.8	49.6	52.6	53.3	58.4	60.7	59.7	63.9	62.5	62.6	63.8
Junio	18.5	34.7	45.4	43.6	47.6	49.1	52.7	53.4	58.9	60.7	59.3	64.9	62.5	62.5	63.7
Julio	22.8	36.4	45.6	43.6	47.7	49.4	53.0	53.2	59.5	60.4	60.5	65.6	62.8	62.8	63.2
Agosto	23.1	36.5	45.7	43.9	47.6	51.9	53.9	53.9	59.6	60.6	61.5	64.7	63.0	63.4	62.9
Septiembre	25.5	38.0	44.1	43.9	48.5	52.2	54.5	54.5	59.5	60.9	61.8	65.2	63.2	63.6	62.0
Octubre	27.4	39.9	44.1	43.7	49.2	52.5	54.5	55.3	60.1	61.0	62.2	65.4	63.2	64.3	61.6
Noviembre	29.3	40.7	44.2	43.8	48.1	53.5	54.2	55.5	60.4	60.9	63.4	65.7	63.4	64.6	61.9
Diciembre	34.9	41.8	44.5	44.6	48.4	53.4	54.5	56.4	60.7	60.8	64.2	65.9	63.5	64.6	61.9

Fuente: Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda.

**Cuadro N° 4**  
**RELACION DE PRESTAMOS**  
**ENTREGADOS SOBRE**  
**CAPTACIONES**  
**EN EL SISTEMA UPAC**  
 (%) Pesos corrientes

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Enero	34.6	68.7	109.0	91.6	82.8	97.0	106.6	97.4	87.3	85.7	77.4	79.6	79.2	74.7	77.6
Febrero	31.6	67.1	101.5	85.3	78.2	92.7	107.8	93.6	85.2	84.8	76.1	82.1	77.2	74.1	77.3
Marzo	36.2	71.9	96.5	85.7	77.7	90.1	107.3	92.5	84.2	85.4	75.3	83.7	78.6	71.5	75.8
Abril	34.1	79.4	93.9	86.3	79.8	86.9	104.3	93.0	85.6	84.1	74.4	85.3	78.6	73.3	75.3
Mayo	31.2	78.9	94.0	85.8	80.9	86.6	106.7	93.1	86.2	84.1	73.4	87.4	80.0	73.1	75.0
Junio	37.4	82.7	97.5	89.4	84.4	87.6	104.6	94.3	86.7	84.5	74.4	89.0	80.6	74.9	74.0
Julio	47.7	92.9	94.0	87.9	84.5	86.6	100.9	90.7	87.7	85.4	73.5	88.8	77.6	74.4	74.5
Agosto	50.0	98.1	91.0	84.1	85.7	90.7	96.9	91.7	87.2	86.3	72.5	89.5	78.4	77.2	74.8
Septiembre	54.1	99.1	88.7	86.5	90.0	93.2	95.4	90.4	89.3	87.2	75.1	86.9	78.9	76.8	76.6
Octubre	57.2	110.3	93.1	86.1	92.1	96.6	95.5	91.2	88.8	86.1	68.7	84.8	78.9	78.6	79.0
Noviembre	65.3	111.1	92.8	84.8	97.3	106.1	100.8	91.7	89.2	85.0	79.0	85.7	78.6	79.5	80.9
Diciembre <sup>1/</sup>	76.7	120.0	101.6	92.7	113.7	124.1	108.7	95.7	91.7	85.4	87.1	91.6	83.7	83.8	87.3

1/ Los retiros grandes ocurren generalmente en este mes, afectando la comparación.

Fuente: Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda.

**Cuadro Nº 5**  
**EVOLUCION DE LA CAPTACION**  
**DEL SISTEMA**

MES Y AÑO	SALDO DE CAPTACION (Millones \$) (1)	VARIACION MENS. DEL SALDO DE CAPTACION	VALOR MENSUAL DEL AJUSTE	CAPTACION NETA MENSUAL (2)	SALDO DE CAPTACION NETA
<b>1972</b>					
Octubre	36.0	36.0	—	36.0	36.0
Noviembre	81.2	45.2	0.7	44.6	80.6
Diciembre	187.7	106.5	1.8	104.7	185.3
TOTAL		187.7	2.5	185.3	
<b>1973</b>					
Enero	462.7	275.0	4.8	270.2	455.5
Febrero	727.8	265.1	6.3	258.8	714.2
Marzo	883.7	155.9	6.8	149.1	863.4
Abril	1,249.9	366.2	11.3	354.9	1,218.3
Mayo	1,827.6	577.7	36.4	541.3	1,759.5
Junio	2,090.9	263.3	28.6	234.7	1,994.2
Julio	2,427.6	336.7	34.9	301.8	2,296.0
Agosto	2,956.3	528.7	50.8	477.9	2,773.8
Septiembre	3,478.2	521.9	54.5	467.4	3,241.2
Octubre	4,136.1	657.9	61.8	596.1	3,837.4
Noviembre	4,390.3	254.2	83.9	170.3	4,007.7
Diciembre	4,394.6	4.3	70.1	(65.8)	3,941.9
TOTAL		4,206.9	450.3	3,756.7	
<b>1974</b>					
Enero	5,638.8	1,244.2	92.5	1,151.7	5,093.7
Febrero	6,453.7	814.9	97.9	717.0	5,810.6
Marzo	6,910.5	456.8	92.9	364.0	6,174.6
Abril	6,981.5	71.0	125.5	(54.5)	6,120.0
Mayo	7,831.6	850.1	112.4	737.7	6,857.8
Junio	8,312.4	480.8	127.1	353.7	7,211.4
Julio	8,472.2	159.8	132.6	27.3	7,238.7
Agosto	8,314.9	(157.3)	157.9	(315.2)	6,923.5
Septiembre	8,840.8	525.9	90.8	435.1	7,358.6
Octubre	8,539.7	(301.1)	151.3	(452.4)	6,906.2
Noviembre	8,739.6	199.9	152.2	47.7	6,953.9
Diciembre	8,324.4	(415.2)	129.3	(544.5)	6,409.3
TOTAL		3,929.8	1,462.4	2,467.4	

(1) No incluye transferencias ni depósitos especiales.

(2) Descontando el aumento por corrección monetaria.

Cuadro Nº 5

(Continuación)

EVOLUCION DE LA CAPTACION  
DEL SISTEMA

MES Y AÑO	SALDO DE CAPTACION (Millones \$)	VARIACION MENS. DEL SALDO DE CAPTACION	VALOR MENSUAL DEL AJUSTE	CAPTACION NETA MENSUAL	SALDO DE CAPTACION NETA
<b>1975</b>	(1)			(2)	
Enero	9,496.5	1,172.1	143.4	1,028.7	7,438.0
Febrero	10,444.6	948.1	140.8	807.3	8,245.3
Marzo	11,303.5	858.9	135.6	723.3	8,968.5
Abril	11,908.9	605.4	219.9	385.5	9,354.0
Mayo	12,050.2	141.3	167.8	(26.5)	9,327.5
Junio	12,082.8	32.6	168.0	(135.4)	9,192.0
Julio	12,860.2	777.4	216.4	561.0	9,753.0
Agosto	13,543.7	683.5	188.5	495.1	10,248.1
Septiembre	14,210.6	666.9	181.9	485.0	10,733.1
Octubre	14,280.4	69.8	233.5	(163.7)	10,569.4
Noviembre	14,610.2	329.8	194.6	135.2	10,704.7
Diciembre	13,539.8	(1,070.4)	185.1	(1,255.5)	9,449.2
TOTAL		5,215.4	2,175.6	3,039.8	
<b>1976</b>					
Enero	15,355.7	1,815.9	243.1	1,572.8	11,022.0
Febrero	16,735.2	1,379.5	206.9	1,172.6	12,194.6
Marzo	17,184.9	449.7	205.4	244.3	12,438.9
Abril	17,318.4	133.5	271.1	(137.6)	12,301.3
Mayo	17,823.1	504.7	218.9	285.8	12,587.1
Junio	17,397.5	(425.6)	257.6	(683.2)	11,903.9
Julio	18,066.3	668.8	201.1	467.7	12,371.6
Agosto	19,485.2	1,418.9	231.5	1,187.4	13,559.0
Septiembre	19,802.1	316.9	313.5	3.4	13,562.4
Octubre	20,342.0	539.9	262.8	277.1	13,839.5
Noviembre	21,036.2	694.2	254.3	439.9	14,279.4
Diciembre	19,832.0	(1,204.2)	348.8	(1,553.0)	12,726.4
TOTAL		6,292.2	3,015.0	3,277.2	
<b>1977</b>					
Enero	22,727.9	2,895.9	275.2	2,620.7	15,347.1
Febrero	24,726.5	1,998.6	302.2	1,696.4	17,043.5
Marzo	25,806.5	1,080.0	410.5	669.5	17,713.0
Abril	26,086.6	280.1	319.1	(39.0)	17,674.0
Mayo	26,647.7	561.1	333.0	228.1	17,902.1
Junio	27,017.4	369.7	413.1	(43.4)	17,858.7
Julio	28,054.9	1,037.5	365.8	671.7	18,530.4
Agosto	28,618.8	563.9	345.3	218.6	18,749.0
Septiembre	28,304.8	(314.0)	475.9	(789.9)	17,959.1
Octubre	28,423.6	118.8	359.5	(240.7)	17,718.4
Noviembre	27,448.8	(974.8)	434.1	(1,408.9)	16,309.5
Diciembre	24,106.8	(3,342.0)	343.4	(3,685.4)	12,624.1
TOTAL		4,274.8	4,377.1	(102.3)	

<b>Cuadro N° 5</b> (Continuación)		SALDO DE CAPTACION (Millones \$)	VARIACION MENS. DEL SALDO DE CAPTACION	VALOR MENSUAL DEL AJUSTE	CAPTACION NETA MENSUAL	SALDO DE CAPTACION NETA
<b>EVOLUCION DE LA CAPTACION DEL SISTEMA</b>		(1)	(2)		(2)	
<b>1978</b>						
Enero	28,622.0	4,515.2	333.8	4,181.4	16,805.5	
Febrero	30,923.8	2,301.8	368.0	1,933.8	18,739.3	
Marzo	33,180.3	2,256.5	517.8	1,738.7	20,478.0	
Abril	35,680.5	2,500.2	429.3	2,070.9	22,548.9	
Mayo	37,370.0	1,689.5	560.4	1,129.1	23,678.0	
Junio	37,719.4	349.4	471.7	(122.3)	23,555.7	
Julio	39,334.4	1,615.0	453.0	1,162.0	24,717.7	
Agosto	41,224.2	1,889.8	532.3	1,357.5	26,075.2	
Septiembre	41,728.8	504.6	408.6	96.0	26,171.2	
Octubre	41,783.4	54.6	432.0	(377.4)	25,793.8	
Noviembre	39,846.5	(1,936.9)	529.1	(2,466.0)	23,327.8	
Diciembre	34,920.9	(4,925.6)	447.4	(5,373.0)	17,954.8	
<b>TOTAL</b>		<b>10,814.1</b>	<b>5,483.4</b>	<b>5,330.7</b>		
<b>1979</b>						
Enero	41,616.8	6,695.9	590.7	6,105.2	24,060.0	
Febrero	42,165.2	548.4	544.8	3.6	24,063.6	
Marzo	43,824.9	1,659.7	538.7	1,121.0	25,184.6	
Abril	45,774.2	1,949.3	580.4	1,368.9	26,553.5	
Mayo	45,324.5	(449.7)	687.6	(1,137.3)	25,416.2	
Junio	46,813.0	1,488.5	598.9	889.6	26,305.8	
Julio	49,496.9	(2,683.9)	690.0	1,993.9	28,299.7	
Agosto	52,795.6	3,298.7	799.3	2,499.4	30,799.1	
Septiembre	55,942.0	3,146.4	695.6	2,450.8	33,249.9	
Octubre	57,937.2	1,995.2	948.6	1,046.6	34,296.5	
Noviembre	56,346.1	(1,591.1)	768.1	(2,359.2)	31,937.3	
Diciembre	53,018.5	(3,327.6)	785.9	(4,113.5)	27,823.8	
<b>TOTAL</b>		<b>18,097.6</b>	<b>8,228.6</b>	<b>9,869.0</b>		
<b>1980</b>						
Enero	60,334.8	7,316.3	960.5	6,355.8	34,179.6	
Febrero	64,480.4	4,145.6	1,017.0	3,128.6	37,308.2	
Marzo	66,780.4	2,300.0	877.7	1,422.3	38,730.5	
Abril	68,008.7	1,228.3	1,178.7	49.6	38,780.1	
Mayo	69,265.8	1,257.1	910.3	346.8	39,126.9	
Junio	70,058.5	792.7	908.4	(115.7)	39,011.2	
Julio	74,766.7	4,708.2	1,179.2	3,529.0	42,540.2	
Agosto	76,222.3	1,455.6	999.3	456.3	42,996.5	
Septiembre	79,814.0	3,591.7	1,011.9	2,579.8	45,576.3	
Octubre	82,414.9	2,600.9	1,499.2	1,101.7	46,678.0	
Noviembre	84,051.3	1,636.4	2,119.8	(483.4)	46,194.6	
Diciembre	83,233.9	(817.4)	1,405.9	(2,223.3)	43,971.3	
<b>TOTAL</b>		<b>30,215.4</b>	<b>14,067.9</b>	<b>16,147.5</b>		

**Cuadro Nº 5**  
(Continuación)

**EVOLUCION DE LA CAPTACION  
DEL SISTEMA**

MES Y AÑO	SALDO DE CAPTACION (Millones \$)	VARIACION MENS. DEL SALDO DE CAPTACION	VALOR MENSUAL DEL AJUSTE	CAPTACION NETA MENSUAL	SALDO DE CAPTACION NETA
<b>1981</b>	(1)			(2)	
Enero	92,245.8	9,011.9	1,401.5	7,610.4	51,581.7
Febrero	98,572.7	6,326.9	1,396.7	4,930.2	56,511.9
Marzo	103,537.2	4,964.5	1,461.3	3,503.2	60,015.1
Abril	105,674.2	2,137.0	1,863.1	273.9	60,289.0
Mayo	107,696.8	2,022.6	1,616.5	406.1	60,695.1
Junio	110,487.4	2,790.6	1,665.4	1,125.2	61,820.3
Julio	113,628.5	3,141.1	1,925.4	1,215.7	63,036.0
Agosto	117,506.4	3,877.9	1,639.0	2,238.9	65,274.9
Septiembre	117,814.0	307.6	2,264.0	(1,956.4)	63,318.5
Octubre	121,556.3	3,742.3	1,742.1	2,000.2	65,318.7
Noviembre	123,665.1	2,108.8	1,748.2	360.6	65,679.3
Diciembre	122,208.3	(1,456.8)	2,154.3	(3,611.1)	62,068.2
<b>TOTAL</b>		<b>38,974.4</b>	<b>20,877.5</b>	<b>18,096.9</b>	
<b>1982</b>					
Enero	132,858.0	10,649.7	1,925.9	8,723.8	70,792.0
Febrero	139,810.4	6,952.4	1,937.7	5,014.7	75,806.7
Marzo	145,499.2	5,688.8	2,527.8	3,161.0	78,967.7
Abril	151,106.2	5,607.0	2,051.3	3,555.7	82,523.4
Mayo	154,042.1	2,935.9	2,229.7	706.2	83,229.6
Junio	157,000.6	2,958.5	2,738.2	220.3	83,449.9
Julio	158,065.7	1,065.1	2,202.3	(1,137.2)	82,312.7
Agosto	159,325.1	1,259.4	2,170.5	(911.1)	81,401.6
Septiembre	161,949.7	2,624.6	2,800.0	(175.4)	81,226.2
Octubre	165,947.5	3,997.8	2,321.5	1,676.3	82,902.5
Noviembre	169,918.5	3,971.0	2,502.0	1,469.0	84,371.5
Diciembre	171,758.2	1,839.7	3,037.0	(1,197.3)	83,174.2
<b>TOTAL</b>		<b>49,549.9</b>	<b>28,443.9</b>	<b>21,106.0</b>	
<b>1983</b>					
Enero	193,301.0	21,542.8	3,030.4	18,512.4	101,686.6
Febrero	200,706.1	7,405.1	3,034.0	4,371.1	106,057.7
Marzo	209,309.1	8,603.0	4,016.1	4,586.9	110,644.6
Abril	217,679.5	8,370.4	3,682.0	4,688.4	115,333.0
Mayo	226,708.2	9,028.7	3,343.4	5,685.3	121,018.3
Junio	231,376.1	4,667.9	5,382.3	(714.4)	120,303.9
Julio	242,302.2	10,926.1	3,814.5	7,111.6	127,415.5
Agosto	256,313.1	14,010.9	4,479.1	9,531.8	136,947.3
Septiembre	255,722.6	(590.5)	4,618.4	(5,208.9)	131,738.4
Octubre	260,902.6	5,180.0	3,485.6	1,694.4	133,432.8
Noviembre	262,910.6	2,008.0	4,168.3	(2,160.3)	131,272.5
Diciembre	244,581.7	(18,328.9)	3,674.6	(22,003.5)	109,269.0
<b>TOTAL</b>		<b>72,823.5</b>	<b>46,728.7</b>	<b>26,094.8</b>	

**Cuadro Nº 5**  
(Continuación)  
**EVOLUCION DE LA CAPTACION**  
**DEL SISTEMA**

MES Y AÑO	SALDO DE CAPTACION (Millones \$) (1)	VARIACION MENS. DEL SALDO DE CAPTACION	VALOR MENSUAL DEL AJUSTE	CAPTACION NETA MENSUAL (2)	SALDO DE CAPTACION NETA
<b>1984</b>					
Enero	274,279.9	29,698.2	3,728.1	25,970.1	135,239.1
Febrero	274,820.2	540.3	4,048.9	(3,508.6)	131,730.5
Marzo	275,769.5	949.3	3,976.5	(3,027.2)	128,703.3
Abril	275,622.5	(147.0)	3,687.7	(3,834.7)	124,868.6
Mayo	274,700.3	(922.2)	4,234.5	(5,156.7)	119,711.9
Junio	278,849.1	4,148.8	4,655.9	(507.1)	119,204.8
Julio	286,356.1	7,507.0	4,306.8	3,200.2	122,405.0
Agosto	289,718.9	3,362.8	5,137.6	(1,774.8)	120,630.2
Septiembre	303,633.5	13,914.6	5,050.9	8,863.7	129,493.9
Octubre	316,857.2	13,223.7	6,296.0	6,927.7	136,421.6
Noviembre	318,692.2	1,835.0	4,640.9	(2,805.9)	133,615.7
Diciembre	302,898.1	(15,794.1)	5,082.2	(20,876.3)	112,739.4
TOTAL		58,316.4	54,846.0	3,470.4	
<b>1985</b>					
Enero	357,282.4	54,384.3	7,761.8	46,622.5	159,361.9
Febrero	375,967.8	18,685.4	5,736.8	12,948.6	172,310.5
Marzo	377,526.3	1,558.5	6,867.1	(5,308.6)	167,001.9
Abril	385,877.7	8,351.4	6,900.6	1,450.8	168,452.7
Mayo	390,760.5	4,882.8	7,753.4	(2,870.6)	165,582.1
Junio	397,203.9	6,443.4	7,156.8	(713.4)	164,868.7
Julio	423,202.1	25,998.2	9,399.1	16,599.1	181,467.8
Agosto	428,644.8	5,442.7	6,833.4	(1,390.7)	180,077.1
Septiembre	435,722.1	7,077.3	6,979.4	97.9	180,175.0
Octubre	447,102.3	11,380.2	11,096.5	283.7	180,458.7
Noviembre	457,725.0	10,622.7	7,223.4	3,399.3	183,858.0
Diciembre	436,530.5	(21,194.5)	7,719.9	(28,914.4)	154,943.6
TOTAL		133,632.4	91,428.2	42,204.2	