

226-261
1615
1971



EL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA

332.6861
S 45 m
1971



BANCO DE LA REPUBLICA

EL MERCADO DE CAPITALES
EN COLOMBIA

42

Amocum

BOGOTA D.E., COLOMBIA

1971

BIBLIOTECA HEMEROTECA

LIBRERIA TEMIS LTDA. ASOCIACION BANCARIA

CALLE 13 No. 6-45
BOGOTA - COLOMBIA

BIBLIOTECA HEMEROTECA
ASOCIACION BANCARIA

42

© Derechos reservados

Impreso en EDITORIAL ANDES Composición y diagrama: JORGE PLAZAS S., Editor
Diseño de la carátula: Jaime Cendales Olarte y Germán Espinosa Camacho
Bogotá D.E., Colombia

PREFACIO

Durante la elaboración del Plan Trienal de Desarrollo 1971-1973, los técnicos del Departamento de Planeación Nacional y las autoridades monetarias llegaron a la conclusión de que en la presente etapa de desarrollo del país la deficiencia y la inadecuada canalización del ahorro son tal vez las principales barreras al rápido crecimiento de la economía. Parecía por lo tanto urgente abocar una reforma inmediata del mercado de capitales para aumentar el monto y mejorar la asignación de los recursos de ahorro.

El Simposio sobre el Mercado de Capitales, organizado por el Banco de la República con la colaboración financiera de la OEA y el BID fue la primera etapa de un programa de estudio del problema de la movilización de ahorro a través de los intermediarios financieros.

El Simposio se llevó a cabo en Bogotá y Medellín entre el 11 y el 21 de marzo de 1971, y asistieron representantes de todas las entidades financieras del país. En él se utilizaron como documentos de trabajo una serie de estudios sobre el mercado de capitales preparados especialmente con este fin, que el Banco de la República edita en el presente volumen. Todos los estudios que se incluyen contienen estadísticas de interés, y en conjunto constituyen el análisis más completo que se tiene hasta la fecha sobre el funcionamiento y potencial de crecimiento del mercado de capitales colombiano.

Como el sector público y el privado pueden movilizar ahorros, los estudios que se presentan aquí tratan tanto de la captación de ahorros a través del sistema fiscal para la inversión pública, como de la captación de ahorro a través de los intermediarios financieros con destino a la inversión privada. También se analiza la eficiencia del sistema de inversiones forzosas, las cuales en general canalizan ahorros privados hacia la inversión pública.

De los estudios que se insertan en esta colección se concluye que uno de los más complejos e interesantes temas es el del efecto del sistema tributario sobre el nivel de ahorro e inversión de la economía. Parece claro que se podría estudiar una estructura tributaria que acreciente los recursos de inversión del gobierno con efectos de poca importancia sobre el ahorro privado. Si tal estructura no resulta muy regresiva, una reforma tributaria de este tipo podría aumentar el nivel de inversión pública sin afectar la inversión privada, maximizando así la tasa de crecimiento de la economía. Este es un tema que vale la pena estudiar más a fondo.

Me resta expresar mis agradecimientos al doctor Germán Botero de los Ríos por el apoyo que siempre le dio a este programa, y al personal de Investigaciones Económicas del Banco por su permanente colaboración en la organización del Simposio. También deseo agradecer la labor de Alvaro Salcedo en la administración del programa. Finalmente, contó este con la eficaz asesoría de Nicolás Ardito Barletta, Director del Departamamento de Asuntos Económicos de la OEA, y de Jaime Romero y Nicolás Bruck del BID. El encargado de la edición de este volumen fue el doctor Jaime Ospina Velasco, del Departamento de Investigaciones del Banco, quien logró darle adecuada unidad a trabajos tan diferentes como los que aquí se publican.

MIGUEL URRUTIA MONTOYA

Coordinador del Simposio sobre
el Mercado de Capitales

CONTENIDO

Prefacio

5

PARTE I. CONTRIBUCION DEL MERCADO DE CAPITALES AL DESARROLLO ECONOMICO

Capítulo 1. LA MODA Y LA ECONOMIA EN EL MERCADO DE CAPITALES

17

Por Edward S. Shaw

- I. Razones no válidas para la reforma del mercado de capitales 18
- II. Tres razones válidas para la reforma del mercado de capitales 18
- III. El efecto amplificador de la reforma del mercado de capitales 19
- IV. La relación ahorro-ingreso 20
- V. Asignación de ahorros 20
- VI. Sustitutos del mercado de capitales 21
- VII. Precios relativos y la reforma del mercado de capitales 21
- VIII. Otras tres razones válidas para la reforma del mercado de capitales 24
 - 1. La tasa de empleo 24
 - 2. La distribución del ingreso 24
 - 3. La reforma del mercado de capitales y el episodio cíclico 25
- IX. Una nota sobre perspectiva histórica 26

Capítulo 2. EL DESARROLLO FINANCIERO Y LA ESTRUCTURA DE LA ECONOMIA. EL CASO DE MEXICO

27

Por Leopoldo Solís M.

- I. El marco general 27
- II. Influencia de las variables financieras 29
- III. Comentarios finales 32

Capítulo 3. INFLACION Y AHORRO

34

Por Alberto R. Musalem y Leonardo Auernheimer

- I. El caso de la inflación perfecta 34
 - 1. Los costos sociales 35
 - 2. La recaudación 36
- II. El caso de la inflación imperfecta 40
 - 1. La variabilidad en la tasa de inflación 41
 - 2. La inflación reprimida: el caso de las tasas de interés 43
- III. Conclusiones 50
- IV. Apéndices 51
 - 1. Los costos de bienestar 51
 - 2. La recaudación por creación de dinero 53

PARTE II. NECESIDADES DE MOVILIZACION DE AHORRO
PARA EL DESARROLLO COLOMBIANO

Capítulo 4. PLAN TRIENAL DE DESARROLLO Y EL AHORRO	57
<i>Por Eduardo Sarmiento</i>	
• I. Introducción	57
• II. Metas de crecimiento	58
X III. Políticas requeridas para lograr un crecimiento de 7.5% anual en el PIB	58
x 1. Cálculo de las necesidades de inversión. El modelo utilizado	58
• 2. Ahorro interno y ahorro externo	61
• IV. Recomendaciones generales	62
V. Anexo	65
1. Modelo de la Demanda	65
2. Descripción del Modelo	67
Capítulo 5. EL CONSUMO Y EL AHORRO FAMILIAR EN CUATRO CIUDADES COLOMBIANAS	69
<i>Por Rafael Prieto Durán</i>	
I. Introducción	69
II. Aspectos metodológicos	70
1. Diseño de la muestra y ajustes de los datos	70
2. Selección de variables	71
3. Tipo de función	74
III. Análisis de los resultados	75
1. Diferencias regionales en los patrones de consumo	75
2. Comportamiento del consumidor según nivel y distribución del ingreso	76
3. Comportamiento del consumidor según nivel de ingreso y tamaño de la unidad de consumo	79
4. Comportamiento del consumidor según nivel de ingreso y edad del jefe	80
5. Comportamiento del consumidor según nivel de ingreso y educación del jefe	80
6. Comportamiento del consumidor según nivel de ingreso y forma de tenencia	81
7. Análisis de regresión múltiple	81
IV. Resumen de conclusiones	85
Capítulo 6. AHORRO PUBLICO Y CAPITALIZACION SOCIAL	87
<i>Por Guillermo E. Perry R. y Manuel Martínez</i>	
I. Introducción y conclusiones	87
1. Introducción	87
2. Resumen del contenido	88
3. Resumen de conclusiones	88
• II. Efectos en el nivel de ahorro	91
1. Análisis estático	91
A. Análisis agregado	91
B. Consideración de los distintos niveles de gobierno	99
C. Efectos diferenciales de los distintos tipos de ingresos corrientes sobre el ahorro privado	105
a) Efecto ingreso	105
b) Efecto sustitución	111

2. Consideraciones dinámicas	113
A. Incentivos al trabajo	113
B. Conducta de ahorro en las personas	114
C. Conducta de inversión	114
D. Conducta de ahorro de las sociedades de capital	114
E. Conducta de ahorro del gobierno	115
F. Efecto de estabilización	115
G. Patrones de reinversión	115
H. Conclusiones	115
3. Anexo	116
A. Datos	116
B. Regresiones	116
III. Efectos sobre la canalización del ahorro hacia la inversión productiva	121
1. Ahorros ociosos en el sector público	121
2. Ahorros improductivos en el sector privado	122
IV. Efectos en el valor social de la inversión	122
V. Financiación con crédito público	127
1. Fuentes de crédito público	127
2. Bonos de desarrollo económico	128
A. Destinación y características de los bonos	128
B. Monto de emisiones	128
C. Efecto de los bonos de desarrollo económico sobre el ahorro	129
3. Crédito del Banco de la República al Gobierno Nacional	131
4. Crédito externo	133

Capítulo 7. FINANCIACION DE LA INVERSION PUBLICA 135

Por Hernando Zuleta

I. Introducción	135
II. Problemas para la creación y funcionamiento de las empresas comerciales e industriales del Gobierno Nacional	139
1. Estrechez del mercado de capitales y dificultades para obtener recursos a través de la colocación de bonos internos	140
2. La asignación de recursos del presupuesto y las limitaciones del sistema tributario colombiano	142
III. La financiación de algunas empresas públicas y de una privada que ha sido auspiciada y promovida por el estado	145
1. Un caso especial: Acerías Paz del Río, S.A.	146
2. El Instituto Colombiano de Energía Eléctrica	150
3. El Instituto de Fomento Industrial	154
IV. La financiación de los servicios públicos y el instrumento de las tarifas	157
1. Financiación de los servicios públicos en Colombia	158
A. Recursos internos	158
B. Recursos externos	158
2. Las tarifas	158
A. La noción de las tarifas	158
B. Requerimientos de fondos propios para la utilización adecuada del crédito externo	159
3. Empresas Públicas de Medellín	160
4. Empresa de Energía Eléctrica de Bogotá	162
V. La financiación de la vivienda	165
1. El Banco Central Hipotecario, su origen, su labor y sus funciones	166

2. Las operaciones del Banco Central Hipotecario (1965-1969)	167
3. La captación del ahorro a través de las cédulas hipotecarias	169
4. Instituto de Crédito Territorial	171
VI. Recomendaciones sobre políticas de financiación para las empresas estatales y para los organismos encargados de los planes de vivienda	174
1. Los establecimientos públicos en general	174
A. La captación del ahorro	174
B. Reajustes tributarios	175
2. Los organismos encargados de los planes de vivienda	176

PARTE III. LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN COLOMBIA

Capítulo 8. BANCOS COMERCIALES Y CAJAS DE AHORRO EN LOS MERCADOS DE DINERO A CORTO, MEDIANO Y LARGO PLAZO	181
---	-----

Por Oscar Alviar Ramírez

I. Introducción	181
II. Importancia del sistema bancario comercial en el mercado de dinero a mediano y largo plazo	183
1. Composición de la cartera	183
2. Inversiones forzosas en determinados documentos	188
3. Inversiones voluntarias de los bancos	194
4. Inversiones de punto de encaje	195
III. Cajas y secciones de ahorro de los bancos comerciales y su intervención en el mercado de dinero a corto, mediano y largo plazo	196

Capítulo 9. LA ECONOMIA DEL SEGURO EN EL PROCESO DE DESARROLLO ECONOMICO	199
--	-----

Por Camilo Pieschacón V.

I. Introducción	199
II. Importancia económica del seguro	200
1. Funciones microeconómicas del seguro	201
A. Aceptación por parte del asegurador de riesgos limitados y bien definidos	201
B. Los costos del seguro son menores que los recursos necesarios para formar una reserva compensatoria	201
C. El asegurado puede obtener crédito más fácilmente y bajo condiciones más favorables así como encontrar nuevos socios capitalistas	202
D. La celebración de un contrato de seguro por cuenta ajena puede ser provechosa para posición competitiva de una microeconomía	202
2. Funciones macroeconómicas del seguro	202
A. El seguro disminuye y atenúa los siniestros	202
B. El seguro disminuye el riesgo que debe soportar una economía individual aún en actividades arriesgadas	203
C. El seguro canaliza el ahorro para ponerlo a la disposición de la economía general con fines productivos	203
D. El seguro y la política monetaria	204
E. El seguro aumenta la productividad económica y conserva la estructura competitiva	205
F. El seguro y los ciclos coyunturales	206
III. Función social del seguro	207
IV. El seguro en Colombia y el mundo	207

V. Ahorro personal, ahorro institucional y el seguro en Colombia	210
VI. Inversiones de capital de las aseguradoras y capitalizadoras	216
VII. Problemas fundamentales del seguro en Colombia	219
1. Régimen de inversiones forzosas	219
2. La inflación secular y sus repercusiones	221
A. Seguros de vida y contratos de capitalización	221
B. Seguros generales y reaseguros	231
3. Carencia absoluta de incentivos tributarios	232
4. Alta caducidad en los seguros de vida y contratos de capitalización	235
VIII. Conclusiones y recomendaciones	235
1. Conclusiones	235
2. Recomendaciones	236
A. Supresión del sistema de inversiones forzosas	236
B. Implantación de subsidios, o subvenciones gubernamentales para el ahorro institucional	237
C. Deducibilidad de las primas de seguro y cuotas de capitalización	237
D. Otros incentivos tributarios	239
E. Ampliación del régimen de inversiones admisibles	239
IX. Apéndice	239
Fondos de inversión inmobiliaria e hipotecaria	239
Capítulo 10. FONDOS DE INVERSION	
Un intento de evaluación sobre su contribución a la inversión	241
<i>Por Alvaro Velásquez Cock y Luis Alberto Zuleta J.</i>	
I. Introducción	241
II. Intermediarios financieros	243
III. Los fondos de inversión como clase particular de los intermediarios financieros no monetarios	247
A. Bonos	248
B. Acciones	248
IV. Historia de los fondos mutuos	253
V. Contribución de los fondos al proceso de inversión	259
1. Financiación a que contribuyen los fondos	260
2. Oportunidades de inversión a que se enfrentan los fondos	268
VI. Resumen	286
VII. Anexo	287
1. Notas	287
2. Metodología empleada en este trabajo	288
3. Cuestionario enviado a los fondos	288
Capítulo 11. DETERMINANTES ECONOMICOS DEL COMPORTAMIENTO BURSATIL COLOMBIANO	310
<i>Por Roberto Junguito y Juan Carlos Jaramillo</i>	
I. Introducción	310
1. Objetivos	310
2. Resumen y conclusiones	310
A. Protección contra la inflación	310
B. Protección contra riesgos de la tasa de cambio	311

C. Composición de la demanda por los diferentes papeles ofrecidos en la bolsa	312
3. Recomendaciones	312
• II. El mercado bursátil y alternativas del ahorro privado	313
1. Funciones de la bolsa como canalizador de ahorro	313
2. Formas alternativas de canalizar el ahorro	313
3. Importancia relativa del mercado bursátil	314
A. Bolsa de Bogotá comparada con Bolsa de Medellín	314
B. Sociedades inscritas en la Bolsa de Bogotá en relación con el total de las sociedades anónimas	314
III. La bolsa de valores y la inflación	315
1. Objetivo	315
2. Modelo para encontrar si un activo se ha protegido contra la inflación	316
3. Política de dividendos e impactos sobre la protección ante la inflación	320
A. Política de financiación	320
B. Política de dividendos	321
IV. Movimiento de la bolsa y el sector externo	323
1. Objetivo	323
2. Modelo para determinar si los activos del mercado bursátil se han protegido contra la devaluación	324
3. Demanda especulativa de divisas	324
V. Composición de la demanda en el mercado bursátil	326
1. Objetivo	326
• 2. Rentabilidad real de algunos papeles	327
A. Cédulas del Banco Central Hipotecario	327
B. Bonos de desarrollo económico (clase "B")	328
C. Certificados de abono tributario (CAT)	328
3. Exención de impuestos	329
4. Composición de las transacciones	330
VI. Anexo	331

Capítulo 12. ESTRUCTURA DE LAS BOLSAS DE VALORES
Posibilidad de colocación de nuevos papeles en el mercado de capitales 341

Por Oscar Gómez Villegas

• I. Introducción	341
• II. Características y desarrollo del mercado de capitales en el período 1966-1970	341
• III. Determinantes de la estrechez del mercado bursátil en Colombia	348
1. Barreras institucionales	349
A. Papel de los corredores de bolsa	349
B. Papel de los bancos comerciales	349
C. El papel de otros intermediarios financieros	350
D. Exigencia del inversionista de un rendimiento inmediato	350
2. Barreras financieras	351
A. Tamaño de las empresas	351
B. Falta en el mercado bursátil de instrumentos diferentes a acciones comunes	351
C. Situación de las nuevas empresas con tamaño adecuado para entrar en bolsa	351
D. Situación financiera de la empresa	351
IV. Posibilidad de colocación de nuevos papeles por intermedio de las bolsas de valores	352
1. El mercado de papeles a corto plazo	352
2. Bonos convertibles	355
3. Certificados de participación	358

Capítulo 13.	NUEVO INDICE DE COTIZACION DE ACCIONES PARA LA BOLSA DE BOGOTA	362
	<i>Por Armando Gómez R. y Edgar Díaz B.</i>	
	I. Presentación	362
	II. Introducción	362
	III. Fuente de información	363
	IV. Período base	363
	V. Clase de índice	363
	VI. Estructura del índice	363
	VII. Ponderaciones	364
	VIII. Fórmulas de cálculo	364
	IX. Ajustes	364
	1. División de acciones	364
	2. Reunión de acciones	365
	3. Retiro de inscripción de nuevas empresas	365
	4. Sin movimiento en un año	365
	X. Procesamiento de los datos y periodicidad	365
	XI. Presentación y publicación	365
	XII. Anexo	366
Capítulo 14.	EL MERCADO EXTRABANCARIO EN COLOMBIA	368
	<i>Por Luis Guillermo Soto</i>	
	I. Conclusiones y recomendaciones	368
	1. Conclusiones	368
	2. Recomendaciones	368
	II. El por qué del mercado extrabancario	368
	1. Costo de financiación	368
	2. Quienes acuden al mercado extrabancario	369
	3. Crédito bancario, solución?	369
	4. Resumen	370
	III. Diferentes clases de mercado extrabancario y fuentes de recursos del mismo	370
	1. Préstamos entre personas naturales	370
	2. Concesión de préstamos a empresas por personas naturales	370
	3. Intermediarios especializados	370
	4. Como se provee el mercado extrabancario	371
	5. Fondos nacionales	371
	6. Fondos del exterior	371
	IV. Componentes del tipo de interés	371
	1. Costo administrativo	371
	A. En los bancos	372
	B. En el sector de seguros y capitalización	372
	C. En el mercado extrabancario	372
	2. Inflación o depreciación de la moneda	372
	A. Préstamos con fondos propios	372
	B. Préstamos con recursos ajenos	373
	a) Recursos internos	373
	b) Fondos extranjeros	373
	3. Riesgo	373
	4. Costo del dinero	374
	V. Los bancos y el mercado extrabancario	374
	1. Cartas de crédito	374

2. Aceptaciones	374
3. Contraprestaciones a los bancos	374
4. Avaless	375
5. Otras consideraciones	375

PARTE IV. FLUJO DE FONDOS EN LA ECONOMIA COLOMBIANA

Capítulo 15. CUENTAS DE FLUJO DE FONDOS	
Preparación y uso para fines de la política colombiana de desarrollo	379
<i>Por Clark W. Reynolds, Daniel Schlesinger y Armando Gómez</i>	
I. Breve nota sobre el origen del proyecto	379
II. Política económica y necesidad de instrumentos de análisis	380
III. El sistema de cuentas de ingreso y producto y su relación con las cuentas financieras	381
IV. Análisis del sistema financiero colombiano para los años de 1963, 1966 y 1969	384
1. Objetivos de un estudio de flujos de fondos	384
2. Primera aproximación al estudio del sistema financiero colombiano	385
3. Limitaciones	387
A. Estadísticas disponibles	387
B. Estadísticas no disponibles	387
C. Complejidad del mercado financiero	387
D. Complejidad institucional del sector público	387
4. Algunos comentarios sobre la sectorización	388
V. Análisis global de los resultados preliminares del estudio	389
1. Balances de activos y pasivos	389
2. Flujos globales financieros	391
A. Fuentes	391
B. Usos	392
VI. Evolución de las principales cuentas activas y pasivas, por sectores	394
1. Activos del sector familias	394
2. Pasivos del sector familias	397
3. Activos del sector agricultura y negocios	397
4. Pasivos del sector agricultura y negocios	397
5. Activos del sector gobierno	398
6. Pasivos del sector gobierno	398
7. Activos del sector internacional	398
8. Pasivos del sector internacional	399
9. Activos del sector financiero	399
10. Pasivos del sector financiero	399
11. Activos del Banco de la República	399
12. Pasivos del Banco de la República	399
VII. Resumen	400
VIII. Anexo	401
Índice de autores, nombres citados, materias, cuadros y gráficos	437

Parte I

CONTRIBUCION DEL MERCADO DE CAPITALES
AL DESARROLLO ECONOMICO

Capítulo 1

LA MODA Y LA ECONOMIA EN EL MERCADO DE CAPITALS

Por EDWARD S. SHAW

La reforma y la innovación en el mercado de capitales se han puesto de moda en los últimos años. Numerosos países de diversa configuración económica y política parecen haber abrigado esperanzas de que los activos financieros, unidos a las nuevas semillas en forma mágica, puedan producir el bienestar económico. Las agencias internacionales miran los mercados de capitales para liberarse de algunas de sus propias frustraciones.

Hay poco acuerdo desde el punto de vista económico. Inevitablemente los abogados y entusiastas de la reforma financiera tienen sus contrapartes en los indecisos y en los cínicos. Dentro de una perspectiva marxista, cada nuevo mercado de acciones o cada nuevo nivel en la estructura de intermediación implica una proliferación de deudas dentro de la superestructura financiera y un paso más hacia el colapso del capitalismo¹. Algunos componentes de las recientes reformas e innovaciones financieras no pasan la prueba del liberalismo de Henry Simons². Ningún estudio importante ha encontrado la prueba de que las superestructuras financieras sean importantes para el desarrollo económico, ni en la teoría económica ni en la historia económica³. No es raro encontrar la idea de que la tributación, la autofinanciación, las empresas estatales y la ayuda externa son sustitutos superiores al *mercado de capitales*⁴.

Mis comentarios no tratan de inclinar la balanza en esta disputa de un lado o de otro. Estos se refieren, en primer lugar, a las buenas y malas razones para la formación de un mercado de capitales. Hay malas razones; por ejemplo, que un mercado para los papeles del gobierno es un desarrollo necesario para las operaciones de mercado abierto del banco central. Hay buenas razones; por ejemplo, que los mercados de capitales pueden relevar parte del peso del desarrollo financiero del presupuesto fiscal.

Mi segundo punto será el que los mercados de capitales son costosos y no tienen virtudes propias inherentes a ellos; no son mejores que las políticas que los guíen. Una bolsa de valores en un palacio blanco puede ser un elefante blanco.

Antes de continuar, puede ser útil delimitar el *mercado de capitales*. Hay ventajas en ampliar los límites a fin de incluir todos los procesos para obtener y asignar ahorros. Entonces, la autofinanciación en cualquier sector público o privado podría incluirse dentro de las alternativas tecnológicas de crecimiento en la cuantía del capital material y humano.

¹ Sweezy, Paul M., *Monthly Review*, septiembre 1970, página 13.

² Simons, Henry C., *Economic Policy for a Free Society*.

³ Goldsmith, Raymond W., *Financial Structure and Development*, chapter 9.

⁴ Gurley, John G., *The American Economic Review*, septiembre 1970, página 952.

Los flujos de ahorros extranjeros considerarían aquellos ostensiblemente calificados como *ayuda*. La práctica común coloca los límites del mercado en forma mucho más estrecha. Para los actuales propósitos, atribuimos al mercado de capitales aquellas transacciones que generan y transfieren activos financieros no monetarios. Estos son los mercados de capitales donde las tasas de interés son el precio explícito.

I. Razones no válidas para la reforma del mercado de capitales.

Algunas razones para la reforma de la tecnología del mercado de capitales son equivocadas o triviales. Por ejemplo, no es razón suficiente el que el gobierno desee un mecanismo de mercado para colocar su portafolio de empresas incluyendo, tal vez, la aerolínea nacional, el complejo petroquímico y las fincas mecanizadas. Los mercados de capitales preferiblemente no son hospitales para empresas que están en vía de bancarrota, ni mercado para las firmas que pueden existir solamente gracias al subsidio.

No es razón suficiente para la existencia de un mercado de capitales, el que otro país lo tenga. Si se comparten los servicios de un solo mercado, puede haber economías sustanciales para ambos países. Los principios de la especialización internacional se aplican para el mercado de capitales tanto como para los mercados en general.

No tiene suficiente peso hacer un mercado de capitales sofisticado con base en el argumento de que el banco central lo necesita para el control monetario o que el ministro de hacienda debe tenerlo para el manejo de la deuda pública. Las operaciones de mercado abierto, a la manera de la Reserva Federal, son un accidente histórico que no merece ser copiado en ninguna parte. Hay formas más sencillas o baratas de regular la moneda, algunas de ellas menos susceptibles a abusos, tales como la fijación de tasas de interés. Para operaciones de gran escala el ministerio de hacienda puede crear alternativas eficientes a fin de sobrellevar y refinanciar la deuda pública dentro de un mercado de bonos bien conformado.

Subsidio a la banca
 Xenofobo por naturaleza, no considero como buena razón para la existencia de mercados de capitales en países atrasados, que las firmas extranjeras puedan utilizarlos para canalizar ahorro doméstico. Los ahorros domésticos generalmente están o deberían estar en gran demanda por las firmas domésticas incluyendo la agricultura que no es capital intensivo; que puede dar empleo a una oferta de trabajo grande y entrenar empresarios nacionales. Las empresas extranjeras deben ser un canal para el flujo de ahorros externos hacia las economías atrasadas y no un competidor de los propios ahorros de tales economías.

Es un poco preocupante que la reforma del mercado de capitales pueda ser otra manera de concentrar poder económico. Hay ya demasiados sistemas de este tipo que incluyen distorsiones de los términos de intercambio contra la agricultura, en beneficio de unas pocas firmas industriales o comerciales. Las licencias de importación con tasas de cambio sobrevaluadas y el acceso privilegiado a los préstamos bancarios con bajas tasas reales de interés, confieren rentas monopolísticas y preeminencia industrial a unos pocos. Se deben tomar precauciones contra el uso de mercados de capitales para eliminar y absorber empresas nuevas y pequeñas.

II. Tres razones válidas para la reforma del mercado de capitales.

Los mercados de capitales incurren en costos sociales e imponen riesgos sociales y hay sustitutos más o menos cercanos para ellos. Desde el punto de vista de los costos sociales, para su propia operación, los mercados de capitales requieren mano de obra calificada y escasos ahorros disponibles. Desde el punto de vista de los riesgos sociales, los mercados de capitales pueden ser un centro tormentoso de inestabilidad y son vulnerables a ser explota-

dos. Algunos países han decidido que los costos y riesgos de sus sustitutos son más aceptables.

La premisa de la reforma del mercado de capitales es la de que los beneficios compensan adecuadamente los costos y los riesgos. Los beneficios dependen del efecto de la reforma en la ampliación del mercado de capitales. Deseo discutir este efecto por un momento y luego volver a los tres beneficios que uno esperaría. El primero de ellos es el aumento en la relación ahorro doméstico-ingreso y el mejoramiento en términos del acceso al ahorro extranjero. Otro es el mejoramiento en la asignación de los ahorros en relación a sus usos alternativos. El tercero es el desplazamiento, en cierto grado, de algunos sustitutos del mercado de capitales; impuestos inflacionarios tal vez o ayuda extranjera atada. Estos resultados serían suficientes para justificar la reforma del mercado de capitales, pero otros tres no pueden ser dejados de lado. Es posible que la reforma pueda en parte solucionar el problema del desempleo crónico en las economías atrasadas; reducir las desigualdades del ingreso y disminuir la inestabilidad a corto plazo en la producción y el empleo. Volveré sobre esto al final, después de haber hecho énfasis en el punto de que la reforma del mercado de capitales es valiosa en la medida en que las políticas oficiales lo permitan.

III. El efecto amplificador de la reforma del mercado de capitales.

La reforma debería extender los límites u horizontes del mercado para quienes ahorran y para quienes invierten. Para los que ahorran debe haber una amplia gama de opciones en el portafolio; mayor diversificación en fuentes de ahorro para inversionistas y más oportunidades de liquidez o disponibilidad de riqueza. La dimensión de este efecto amplificador es geográfica. La fragmentación espacial de los mercados de capitales, con tasas de interés diferentes para inversiones comparables, implica un desperdicio de ahorro. El mercado del eurodólar ha permitido que los ahorros encuentren inversiones más baratas, las cuales, con base en rendimientos comparativos, son superiores. Servicios financieros relativamente nuevos en los Estados Unidos movilizan ahorros para inversiones residenciales y similares, de áreas en donde el crecimiento de la población es baja, hacia áreas donde el hacinamiento está en su punto máximo. La integración espacial de los mercados de capitales tiene futuro en todas partes para aliviar las escaseces y desigualdades económicas.

Otra dimensión del efecto amplificador es temporal. Una característica asombrosa de los mercados de capitales reprimidos en las economías atrasadas, es la de operar principalmente, con obligaciones de corto vencimiento. De seguro, el gobierno puede tener sus mercados cautivos, a largo plazo, en fondos de seguridad social o en programas de ahorro obligatorio, mientras que un pequeño mercado hipotecario puede incluir a pocos prestatarios privilegiados. Las renovaciones pueden mantener activos algunos préstamos bancarios indefinidamente. Sin embargo, las letras, los pagarés a corto plazo y el crédito estacional predominan y se requeriría una investigación muy intensa para hallar una tasa de interés futura, digamos, para cinco años. Sin el efecto amplificador de la reforma del mercado de capitales, estos serían temporalmente miopes.

El efecto amplificador se extiende también al riesgo. En un mercado de capitales reprimido, hay una posibilidad muy pequeña para la diversificación del portafolio por parte de los que ahorran. El ahorrador puede acumular activos ostensiblemente seguros; tal vez, depósitos a término o deuda del gobierno, que casi inevitablemente se deprecian en períodos inflacionarios. Puede acumular obviamente activos que tienen mucho riesgo, a tasas brutas de rendimiento lucrativas, si puede escapar a las leyes contra la usura. No tiene forma de adaptar su portafolio cuidadosamente de acuerdo con el gusto por el riesgo y sus propias circunstancias. La reforma en el mercado de capitales le da la oportunidad que desea en activos financieros domésticos, para diversificar sus riesgos unitarios y reducir la variabilidad en el rendimiento de su portafolio total. También se reduce la vulnerabilidad de los

inversionistas al riesgo. Por ejemplo, si no se enfrenta con frecuencia al problema de renovación de préstamos, puede extender el alcance en sus planes y hacer escogencias más racionales de oportunidades alternativas de inversión, y puede preocuparse menos acerca del genio o idiosincrasia de un banquero.

La integración de los mercados de capitales suprime los impedimentos de escala en el proceso ahorro-inversión. Un boeing 747 es ineficiente en el mercado del transporte entre Londres y Liverpool y una intermediación financiera barata, especialmente en obligaciones a largo plazo, está fuera de lugar dentro del engranaje de los mercados de capitales. La integración de los mercados de capitales —el efecto amplificador en sus varias dimensiones— abre la puerta a la especialización de las funciones financieras, incluyendo la recolección y análisis de información, servicio de comisionistas y comercio. Del lado de la inversión, la nueva oportunidad para canalizar grandes cantidades de ahorro interno, permite a las firmas alcanzar un tamaño mejor, en términos de factores reales incluyendo la habilidad de los empresarios o del tamaño de los mercados de productos o de los precios de los factores que las firmas deben pagar.

La integración de mercados de capitales puede reducir los riesgos y costos financieros, pero a veces se explota en forma oligopolística. Entonces, las economías de integración se absorben en márgenes de ganancia entre tasas de préstamos y tasas de depósito, y los beneficios no pasan a quienes ahorran e invierten. Si los mercados de capitales unificados son simplemente el coto de caza de los distribuidores, comerciantes y tenedores de acciones de firmas financieras, una economía debe ser orientada a que dependa menos en sus mercados de capitales y más de sus sustitutos.

IV. La relación ahorro-ingreso.

Los mercados de capitales amplios, baratos y competitivos, tienen alguna oportunidad sustancial de aumentar las relaciones ahorro-ingreso, tanto en el sector privado como en el público. Parte del aumento en el sector privado puede ser ilusorio: los ahorros pueden tomarse para ser usados en actividades que se contabilizan dentro de las cuentas nacionales y lejos de la fuga de capitales en sus varias formas, difíciles de medir. Alguna parte del beneficio puede resultar de reembolsos mayores al ahorro-tasas de interés real más altas y oportunidades para diversificar los portafolios de los ahorradores en activos domésticos. De nuevo, el crecimiento real de los mercados de capital da lugar a la existencia de un mayor número de inversionistas con acceso al crédito y les da incentivos para ahorrar y acumular el valor neto que hace más baratos y más accesibles los préstamos. Finalmente parece haber un cambio en los planes de los ahorradores lo cual reduce relativamente la atracción del consumo presente.

Quando es efectiva la reforma del mercado de capitales, las relaciones del ahorro tienden a aumentar en el sector gubernamental de las economías descentralizadas. Por una parte hay menos dependencia en la inflación para movilizar el ahorro. Los ingresos del gobierno en las economías atrasadas son característicamente inelásticos a la inflación respecto de los gastos, de manera que el éxito en estabilizar el nivel de precios puede convertir al gobierno de usuario de ahorros en fuente de ahorro. De nuevo, si los inversionistas tienen acceso al mercado de capitales, tienen menor excusa para pedir subsidios gubernamentales de diferentes tipos. Finalmente, los gobiernos confrontados con las tasas de interés del mercado sobre sus deudas, tienden a economizar un poco en proyectos suntuarios.

V. Asignación de ahorros.

Mercados de capital amplios, baratos y competitivos, deben mejorar la asignación del ahorro. Ellos muestran las oportunidades de inversión y las enfrentan unas a otras para

luchar por la obtención de financiación. Los mercados que llevan a cabo esta función pueden reemplazar muy bien la búsqueda oportunista de entidades canalizadoras del ahorro que uno observa con tanta frecuencia en economías atrasadas, especialmente cuando los funcionarios públicos están buscando proyectos adecuados para ser financiados con ayuda externa. Ellos pueden reemplazar la asignación de recursos de acuerdo con un plan que discrimina entre oportunidades de inversión con base en información inadecuada y suposiciones acerca del comportamiento económico, que puede no ser correcto una vez que el proceso de desarrollo y transformación tiene lugar.

Cuando los mercados de capitales y las tasas de interés están reprimidos, hay una afluencia de ahorros hacia actividades con relaciones capital-producto relativamente altas, los ahorros se desperdician al tratar de sustituir trabajo por bienes de capital. Se desperdician en equipos subutilizados y en inversiones de baja productividad social que son atractivas en el sector privado como cobertura contra el riesgo. Algunos de ellos fluyen hacia papeles sustitutos de dinero cuando, como no es raro, la inflación o los impuestos ineficientes hacen que los balances monetarios sean caros de mantener. Se pierden en ferrocarriles, fábricas y equipo agrícola que se daña porque los inventarios de repuestos se valúan demasiado baratos. La reforma del mercado de capital economiza ahorro.

VI. Sustitutos del mercado de capitales.

Una ventaja principal de los mercados de capitales eficientes es la de que pueden reducir, relativamente, la dependencia de una economía, de procesos alternativos al ahorro-inversión. Son una forma de evitar el alto costo de los créditos externos, los cuales son un elemento canceroso en demasiadas balanzas de pagos internacionales. Estos constituyen un escape, también, de explotaciones rápidas y no económicas de los recursos naturales de una economía atrasada: el ahorro humano puede economizar el desahorro de la naturaleza. Son un sustituto de los impuestos inflacionarios sobre los balances monetarios del público, los salarios de los trabajadores y las pensiones de los trabajadores del sector oficial. Dan al ministro de hacienda algún desahogo de los costosos viajes alrededor del mundo en busca de fondos de ayuda. Las técnicas fiscales generalmente tan imperfectas, desde distintos puntos de vista en las economías atrasadas, pueden dejarse para que realicen funciones sin distorsiones indebidas en la equidad y en la eficiencia económicas. Aún ellas permiten a los gobiernos operar con un menor número de juntas directivas que a veces discriminan en contra de los sectores ahorristas en beneficio de los sectores que invierten.

VII. Precios relativos y la reforma del mercado de capitales.

Por miedo a volvernos muy eufóricos acerca de los mercados de capitales, debo interrumpir momentáneamente el recuento de los beneficios. Los beneficios de la reforma que he mencionado están más allá del alcance de cualquier reforma que sea solamente estructural. No es suficiente convocar una comisión de valores y cambios; reproducir electrónicamente los precios de la bolsa; revisar las leyes de la propiedad real o pedir revisiones anuales de las sociedades inscritas. Es la política pública, la que afecta el precio relativo en los mercados de capitales y en los mercados asociados, la que en última instancia determina si la reforma es costosa pero valiosa o solamente costosa.

Los mercados de capitales presumiblemente son subastas para vieja riqueza y nuevo ahorro. Qué tanta riqueza pasa a través de ellos; qué tan eficientemente; y qué tan equitativamente se distribuye, depende de qué tan precisa y sensitivamente los precios relativos reflejan la productividad de la riqueza en varias formas y los costos de oportunidad de mantenerla. Las tasas de interés son naturalmente el precio más relevante. Tenemos las palabras de Lord Keynes y el precepto de la iglesia medieval, de que:

La tasa de interés no se ajusta a un nivel que sea el más adecuado a la ventaja social, sino que constantemente tiende a subir demasiado, de manera que un gobierno sabio debe importarle frenarla por ley y costumbre y aun invocando las sanciones de la ley moral.

En un mundo, por lo tanto, en que ninguno reconoce estar a salvo, era casi inevitable que la tasa de interés, a menos que fuera controlada por todos los instrumentos a disposición de la sociedad, se elevaría demasiado para permitir un aliciente adecuado a la inversión⁵.

Por otra parte, tenemos la experiencia de muchos países donde el frenar las tasas de interés "por estatuto, costumbre... y ley moral" es fatal para los mercados de capitales. Frenar las tasas de interés por medio de competencia entre los poseedores de riqueza por flujos de información pertinente respecto a los rendimientos de la riqueza; por incentivos al ahorro para la acumulación de riqueza; y, por la estabilidad de la política macroeconómica del gobierno, es cosa distinta. Si las tasas altas de interés sobreviven a todas estas barreras, ellas son índices sociales esenciales de la productividad del capital y de la escasez del ahorro. Keynes y los escolásticos veían a la riqueza y a la deuda como usos competitivos del ahorro. No existe lógica en la reforma del mercado de capitales a menos que la riqueza y el endeudamiento sean complementos.

La estructura de las tasas de interés en cualquier economía es compleja. En la cima de la estructura hay un conjunto de tasas de ganancia anticipada sobre capital físico y humano. La tasa de préstamo está cercana y expresa el precio de valores primarios en varias formas. La tasa de depósitos está por debajo de la tasa de préstamo. Para algunos propósitos es conveniente identificar dos tasas de depósito: una, sobre las obligaciones de intermediarios financieros no monetarios, desde fondos de pensión hasta sociedades constructoras y bancos de ahorro postal; y la otra, la tasa de depósitos sobre dinero, la menor de las tasas de interés. Cada una de estas tasas puede expresarse en términos nominales y tal vez pueda reescribirse en términos reales deduciendo la tasa esperada de inflación. Sir John Hicks ha designado la *brecha* entre tasa de ganancia y tasa del dinero en depósitos, como la prueba de la innovación y eficiencia del mercado de capitales.

El principio de un proceso de expansión... puede ocurrir por factores reales... que aumentan la tasa real esperada de ganancia. Pero también puede ocurrir esto por las mejoras financieras que disminuyen el tamaño de nuestra *brecha*; por tanto, permitiendo el acceso a fondos para mejoras que hubieran podido ser hechas antes, si los fondos necesarios hubieran estado disponibles. No solamente es el ahorro lo que se necesita, sino un canal de comunicación entre el ahorro potencial y la inversión real potencial⁶.

Mientras Lord Keynes aplicaría la fuerza del estatuto, costumbre o ley moral y utilizaría una expansión monetaria sustancial para reducir el margen entre la tasa de préstamo y la tasa del dinero en depósito, Sir John dependería de las mejoras en el canal de comunicación entre el ahorro y la inversión, es decir, en el mercado de capitales.

Deseo poner énfasis en tres aspectos de la política gubernamental que pueden afectar la brecha política gubernamental que es correcta si hace disminuir la brecha, de manera que la acumulación continúe aumentando las existencias de riqueza y que por el contrario es incorrecta si mantiene abierta la brecha y retarda la acumulación.

Un aspecto es tecnológico. La política gubernamental puede reducir el grado de monopolio que afecta a cada precio financiero. Puede reducir el componente de riesgo dentro de algunas tasas reales de interés; por ejemplo, utilizando el seguro sobre préstamos y depósitos. Hay maneras en que puede reducir también los costos de información para prestamistas y prestatarios.

⁵ Keynes, John Maynard, *The General Theory of Employment Interest and Money*, página 351.

⁶ Hicks, John, *Capital and Growth*, página 290.

El segundo aspecto de la intervención pública es la fijación de precios financieros. Ya sea por las razones que Lord Keynes y los escolásticos tenían en mente, o debido a la suposición equivocada de que tasas de interés altas son inflacionarias, ha sido práctica común de la política gubernamental imponer topes sobre las tasas de depósitos y sobre las de préstamo. El efecto de la primera ha sido el de aconsejar a quienes ahorran que no lo hagan y el efecto de la última ha sido aconsejar a los inversionistas que el ahorro es barato. Ambos consejos, dentro de un contexto de riqueza escasa, garantizan que la reforma institucional en el mercado de capitales es inútil. Hacen sonar señales falsas en el "canal de comunicación entre ahorro potencial e inversión potencial real".

La política monetaria afecta la brecha al determinar la tasa promedio de inflación y su varianza. La tasa de inflación es un impuesto sobre los activos financieros con rendimientos expresados en términos nominales fijos. La tasa esperada de inflación, relacionada de alguna manera compleja con la inversión realizada, es una tasa de interés negativa. Para aquellos de nosotros que somos teóricos cuantitativos, es una tasa negativa de interés impuesta sobre ciertos activos financieros y, por tanto, sobre los mercados de capital por falta de control de la expansión monetaria. Muy frecuentemente la variación es lo suficientemente grande como para aumentar substancialmente el riesgo de los ahorradores. Libertad en la política monetaria por parte de una autoridad monetaria indiscreta, combinada con topes en las tasas de interés, es más letal para los mercados de capitales que lo que sería cualquier pesada conspiración monopolista. Amplía la brecha entre la tasa de ganancia y la de depósito.

Una reforma del mercado de capitales trabaja mejor dentro del contexto de otras reformas. La ventaja de hacer algo en relación a las tasas de interés, depende parcialmente de qué se hace con respecto a otros precios relativos. La política que afecte la tasa de cambio es un caso obvio. Una tasa sobrevaluada es una invitación abierta a la fuga de capitales. Es una promesa de mayores rendimientos para los ahorradores que se salen del mercado de capitales domésticos y sustituyen activos financieros domésticos por extranjeros. Una tasa subvaluada atrae flujos de capital hacia adentro, que algunas veces no pueden ser absorbidos eficientemente por la acumulación doméstica de capital. La tasa de inflación, la tasa de cambio y las tasas de interés doméstico, son precios relativos que afectan simultáneamente las decisiones de ahorro e inversión.

Los mercados de capitales ofrecen un factor de producción, un recurso para combinar con el trabajo y la tierra. Si hay distorsión en los precios relativos de capital, trabajo y tierra, el mercado va a ofrecer este recurso en cantidad y forma equivocada. Las distorsiones que uno observa en algunos países son el resultado de la inflación, y de los topes en precios administrados o de ambos. Cuando las tasas de salario van a la zaga en una espiral inflacionaria, el capital fluye hacia operaciones que involucran mano de obra. Cuando los salarios van a la delantera, el capital fluye para sustituir hombres por máquinas. Si las rentas de la tierra están circunscritas por el control de precios, hay crecimiento urbano no planeado. Si las rentas de la tierra están a la delantera, en cada movimiento de los precios hacia arriba, los rascacielos se multiplican. La riqueza viene en varias formas: activos extranjeros, seres humanos, recursos naturales e inversiones certificadas por activos financieros. Si hay ahorros para aumentar la riqueza y si ellos fluyen de una forma de riqueza a otra, depende de un conjunto muy grande de precios relativos. La reforma en uno de los mercados de riqueza puede frustrarse por la distorsión en otros.

Lord Keynes y los escolásticos no estaban solos al desconfiar del papel de los precios relativos en el financiamiento. También otros, quizás algunos de ellos en América Latina, han considerado que *fuerzas del mercado* que tienen que ver con las causas y efectos del precio relativo, son débiles, perversas o ambas cosas. Si ellos están en lo correcto, los mercados de capitales son un desperdicio social de recursos.

VIII. Otras tres razones válidas para la reforma del mercado de capitales.

La reforma del mercado de capitales puede justificar sus costos porque aumenta la relación ahorro-inversión doméstica, porque mejora la distribución del ahorro. Una tercera ventaja ha sido sugerida, que mejores mercados de capitales pueden ser un sustituto de técnicas alternativas a la acumulación de capital. Ahora deseo sugerir tres ventajas adicionales que son más especulativas, al igual que más importantes desde el punto de vista del bienestar social. Quizás, la reforma del mercado de capitales puede reducir el desempleo crónico, mejorar la distribución del ingreso y estabilizar la tasa de crecimiento del producto nacional.

1. *La tasa de empleo.*

Las altas tasas de desempleo en algunas economías atrasadas y la migración de los desempleados hacia tugurios urbanos, pueden ser parcialmente atribuibles a perversiones de los precios relativos en los mercados de los factores y productos. Las tasas de interés bajas en términos reales, combinadas con tasas de salarios mínimos que exceden cualquier precio racional de sombra para el trabajo, son un incentivo persuasivo al uso de capital y a procesos de producción que eviten el trabajo. Tasas de cambio sobrevaluadas y controles cuantitativos hacen aparecer como baratos los bienes de capital diseñados para procesos productivos que pueden ser económicos en países donde el trabajo es escaso. Los ahorros baratos para financiar compra de implementos baratos, para los cuales energía y otros servicios están subsidiados, están disponibles en las áreas urbanas y al menos en principio, son un incentivo para sustituir trabajo por capital que ninguna empresa pública o privada sensible a la situación del mercado puede ignorar. La constelación de precios relativos cierra las oportunidades de empleo en la industria. Impuestos relativamente fuertes sobre la agricultura disminuyen el crecimiento del empleo en el área rural. Con empleos difíciles de obtener en cualquier parte, la fuerza de trabajo prefiere mantenerse desocupada en la ciudad, con agua limpia, servicios médicos y la ilusión de un salario mínimo.

La corrupción de los precios relativos hace parecer que hay una relación positiva entre crecimiento y tasa de desempleo: *crecimiento* es industrialización intensiva en el uso de capital con sustitución de hombres por implementos. Ahora parece claro que esta correlación es una invitación a la discordia social. Afortunadamente es una correlación manejable y puede ser rota por reformas en la política. Una de ellas puede ser la reforma del mercado de capitales que hace aparente la escasez del capital y transfiere ahorros a empresas que pueden utilizarlos conjuntamente con una cantidad sustancial del trabajo.

2. *La distribución del ingreso.*

La distorsión de los precios relativos ha hecho parecer que hay una correlación entre el crecimiento y la igualdad comparativa en la distribución del ingreso; *crecimiento* es una tasa rápida de incremento en el ingreso total con beneficios notables en la participación de las ganancias y las rentas con relación a los salarios. Información de muestreo en algunos países da razón ahora para creer que esta correlación también es ilusoria. Un cambio en los precios relativos que induce la sustitución de la mano de obra abundante por capital escaso puede implicar un aumento en la porción de ingresos del trabajo, aunque el reembolso a cada unidad de esfuerzo del trabajo se reduzca. Como comúnmente se dice, la elasticidad de sustitución entre el capital y el trabajo, a medida que el salario real se reduce relativamente a la tasa real de interés, parece ser mayor a la unidad en algunos países e industrias. Un mercado de capitales eficiente y libre, inevitablemente encontrará tales industrias y aumentará su parte relativa del flujo de ahorro.

Algunas de las rentas que acaparan una porción relativamente grande del ingreso en las economías atrasadas se generan por las intervenciones reguladoras en la estructura de precios relativos. Las licencias de importación a través de una tasa de cambio sobrevaluada pagan un alto rendimiento a los pocos favorecidos que pueden ser los beneficiarios, lo mismo que los préstamos bancarios racionados a bajas tasas reales de interés, energía eléctrica racionada a precios subsidiados y con exenciones tributarias, para compensar los costos de aprender cómo se produce con sistema de capital intensivo. El racionamiento para acabar con demandas excesivas por insumos de factores, subsidios u otros incentivos para terminar con ofertas excesivas actuales o esperadas de producciones, son tanto el resultado de distorsiones de precio, como causa de desigualdades en el ingreso y la riqueza. La reforma del mercado de capitales es un paso hacia la solución de la relación indeseable entre crecimiento y equidad, sobre todo, si puede reducir el racionamiento en la distribución del ahorro.

3. Reforma del mercado de capitales y el episodio cíclico.

En décadas recientes los países en desarrollo han experimentado un grado relativamente alto de inestabilidad. Parte de ella puede deberse a variaciones en los precios mundiales de sus exportaciones y otras a distorsiones externas. La mayor parte de la inestabilidad parece venir de adentro. Hay una hipótesis razonable que consiste en la secuencia de episodios cíclicos con causa y forma común en la política económica del gobierno y en la estructura económica producida por la política económica. La economía en desarrollo se balancea como un péndulo alrededor de su tasa de crecimiento característica, pero el péndulo puede balancearse en arcos más pequeños, si no fuera por el empujón que le da la política económica. Uno desea creer que una mezcla diferente de política y una nueva estructura que incluye un mercado de capitales eficiente, reduciría el número y la intensidad de los episodios cíclicos.

Un prototipo del episodio empieza con una gran cosecha, un préstamo extranjero sustancial o, posiblemente, con la gestación de una nueva industria. En la situación inicial de ingreso nacional, nivel de precios y tasa de cambio externa, hay acceso a un aumento en el flujo del ahorro real, doméstico o extranjero, para financiar la nueva inversión. El flujo puede moverse a través del presupuesto fiscal, las cuentas internacionales o el sistema financiero interno. Existe una oportunidad para la expansión y es tomada. Infortunadamente, el auge es empujado más allá de la capacidad de la economía para atraer o generar y absorber nuevo ahorro en formas sostenidas. Entonces se prolonga por impuestos inflacionarios, disminución en las reservas externas, préstamos externos a corto plazo o términos cada vez más onerosos u otros sistemas como disminución de los inventarios domésticos. El clímax está marcado por la llegada de una misión del Fondo Monetario Internacional y luego hay un doloroso retroceso, recuperación lenta hacia la tasa de crecimiento característica y a su debido tiempo un nuevo episodio.

Nada puede hacer una institucionalización formal del mercado de capitales en relación al episodio cíclico, si la política gubernamental permite que se desarrollen distorsiones en los precios relativos; una tasa de cambio sobrevaluada; tasas reales de interés bajas o negativas; ventas de productos en empresas públicas y en la agricultura por debajo de su costo real. Sin embargo, en contexto correcto de política económica, el mercado de capitales puede ayudar a discriminar en contra de inversiones pobremente ideadas, atrayendo ahorro doméstico para evitar la fuga de capitales en sus varias formas y encontrando buenos administradores para la riqueza existente. Puede anticipar excesos del auge y tal vez evitarlos, lo mismo que llamar la atención sobre las oportunidades de inversión en la recesión y tal vez financiarlas. Con una política de precios relativos apropiada como condición necesaria, una economía puede suavizar el camino hacia la acumulación de riqueza, con un mercado de capitales amplio, eficiente, competitivo y escrupuloso.

IX. Una nota sobre perspectiva histórica.

En años recientes, la reforma y la innovación en el mercado de capitales han estado de moda. Ha habido otras oleadas. Hace algunas décadas, pequeñas reservas federales o bancos de Inglaterra estaban esparcidas a lo largo del mundo en desarrollo. Había Bretton Woods, Alianza para el Progreso y Ayuda Extranjera. Ninguno puede olvidar la breve moda de industrialización autárquica con eslabones aquí y allá para garantizar ahorro de esta inversión, o para financiar la próxima. El bienestar económico de los países en desarrollo tiene tan poco que ganar de estas oleadas en la moda, como la belleza femenina y el agrado masculino se benefician de la mini, midi o la maxifalda, a no ser que algo se haga también, en ambos casos, acerca de la estructura y del comportamiento.

Capítulo 2

EL DESARROLLO FINANCIERO Y LA ESTRUCTURA DE LA ECONOMIA EL CASO DE MEXICO

Por LEOPOLDO SOLIS M.

I. El marco general.

A partir de la revolución de 1910-1917, la economía mexicana ha observado una tasa de crecimiento sostenida a niveles significativos, siempre mayor a la tasa de aumento de la población. Podemos distinguir claramente dos períodos en el proceso de desarrollo; uno de mayor duración correspondiente a la etapa que abarca desde el fin de la Revolución hasta los primeros años de la década de los cincuenta; y una segunda época que comienza a partir de la devaluación de 1954 hasta nuestros días.

El período post-revolucionario en México se caracterizó por un crecimiento económico inflacionario, debido en parte a la redistribución del ingreso en el sector agropecuario, consecuencia del incremento en la superficie de tierras disponibles para el cultivo y la movilidad de los factores resultantes de la reforma agraria, así como por el alza de costos en el sector industrial provocada por aumento de salarios y de precios en insumos importados.

La política seguida en materia de inversiones con el objeto de apoyar el crecimiento en los sectores agrícola e industrial, condujo a un financiamiento presupuestal deficitario ante la rigidez de la estructura impositiva. Las presiones ejercidas sobre el sistema monetario, fueron acentuándose a medida que los requerimientos de fondos para inversión fueron mayores, traduciéndose en un incremento en la oferta monetaria sin cambios notorios en la velocidad de circulación.

La asignación de los recursos del sector público concentrada en obras de infraestructura constituyó un factor inflacionario importante, al generar gastos y demanda de factores frente a una oferta inelástica. Sin embargo este proceso propició un incremento en la dotación de capital, aumentando el rendimiento de las inversiones privadas al cobrar al Estado un precio inferior al costo marginal por los insumos y servicios prestados, fomentando nuevas inversiones que condujeron a relajar la inestabilidad de la oferta.

La contribución del sector agrícola al desarrollo del país se incrementó sustancialmente a partir de la reforma agraria; la forma de propiedad latifundista pre-revolucionaria se caracterizó por una explotación extensiva de la tierra, unida a una oferta asegurada de mano de obra lograda por procedimientos de sujeción como las tiendas de raya, que al conceder crédito a los campesinos en los comercios, propiedad de los latifundistas, les impedía abandonar la hacienda en virtud de las deudas contraídas, las cuales pasaban de padres a hijos. Este sistema semifeudal proporcionaba al terrateniente un control monopólico del producto por las ineficientes vías de comunicación, alcabalas, etc., mientras que al existir

una oferta ilimitada de mano de obra a los precios de mercado, optimizaban sus ganancias igualando el costo con el ingreso marginal.

La reforma agraria produjo dos efectos principales que afectaron la producción en el sector agrícola. Podemos considerarlos como un efecto redistribución y un efecto movilidad.

Por primer efecto, el ingreso se desconcentra de las grandes propiedades, distribuyéndose entre los ejidatarios y pequeños propietarios, lo cual acarrió un incremento en la producción a causa de la alta elasticidad para el consumo de alimentos y bebidas que son producidos por el sector primario.

El efecto movilidad, tuvo importantes consecuencias para la industrialización del país, pues proveyó al sector industrial de mano de obra barata, ya que los salarios se mantuvieron a bajos niveles por el desplazamiento masivo de la población, sobre todo de los Estados del centro de la República, hacia la capital. Por otro lado, la concentración urbana fortaleció la elasticidad de la demanda para productos industriales debido a que los hábitos de consumo se inclinaron a favor de los bienes y servicios producidos por la industria.

El impulso que tuvo la guerra del 40 sobre el sector agrícola, generando demanda de productos para importación, marcó claramente el carácter dual del sector, pues por una parte se intensificaron las inversiones creando un subsector dinámico y orientado hacia el mercado, mientras que las pequeñas parcelas siguieron en su mayor parte con una baja productividad y una marcada tendencia hacia el autoconsumo.

La inversión pública fue canalizada en gran medida a la construcción de vías de comunicación y de obras de irrigación, que contribuyeron a modificar profundamente la estructura agrícola. La aparición de la agricultura comercial se debió en gran parte al aumento de tierras irrigadas, iniciándose la mecanización en la producción y extendiéndose el uso de insecticidas, incrementando el rendimiento por hectárea especialmente a partir de 1950.

En contraste con esta situación, la agricultura de subsistencia, carente de flexibilidad para adoptar nuevas técnicas, con una continua presión demográfica, se mantuvo a niveles tradicionales de productividad. Las cifras indican situaciones muy heterogéneas de productividad en distintas zonas.

Las alternativas en la asignación de recursos hacia el sector agrícola o industrial fueron objeto de numerosas polémicas entre los distintos grupos que expresaban intereses más o menos definidos. Por un lado, pequeños industriales y economistas pugnaron por la industrialización, mientras otro grupo, motivado por causas distintas, aducía que los fondos deberían encaminarse a la agricultura, en donde se ocupaba la mayoría de la población.

El sector agrícola jugó un papel bien definido en el desarrollo del país, pues tuvo que mantener altas tasas de crecimiento con el objeto de financiar las importaciones de insumos requeridos por la industria, la cual orientada a la sustitución de importaciones y enfrentada a un estrecho mercado interno, requirió transferencias de los demás sectores para su desarrollo, el cual se convirtió en el núcleo de la política económica.

Al concluir el período de intensa distribución de tierras, se canalizó un volumen creciente de recursos en favor de las actividades industriales, que se vieron favorecidas con estímulos fiscales, protección arancelaria, secundada por una política financiera que orientó los créditos tanto de instituciones nacionales como privadas al desarrollo industrial.

El advenimiento de la Segunda Guerra fue altamente favorable al incremento del producto, pues la capacidad excedente fue absorbida por la demanda externa y las nuevas inversiones crecieron considerablemente al finalizar el período bélico, propiciadas por las facilidades para importar bienes de capital de los Estados Unidos.

El bajo costo de la mano de obra, los insumos industriales proporcionados por el gobierno, además del incremento en la demanda y los estímulos de política económica, elevaron la tasa de crecimiento industrial por encima a la del producto global, pero esto se logró solo a costa de un financiamiento inflacionario, lo cual en última instancia favoreció al sector industrial, transfiriéndole ingresos por una baja relativa en la participación del producto por el resto de la economía.

El aumento de los precios internos y del endeudamiento externo derivaron en graves desequilibrios en balanza de pagos, dando lugar a devaluaciones sucesivas, que fueron limitadas en sus efectos por una baja elasticidad para las exportaciones nacionales debilitada por deterioros en la relación de intercambio.

El proceso inflacionario se vio intensificado por el aumento de la influencia del sector externo en la demanda, en tanto que el crecimiento de la fuerza de trabajo urbano impidió presionar a las uniones obreras por mejoras en salarios, de manera que entre 1940-1946 ocurrió una redistribución regresiva del ingreso que aumentó las participaciones de las utilidades en el ingreso facilitando incrementos en la inversión. La demanda efectiva generada por el gasto público, las exportaciones y el incremento en la población urbana, amortiguaron los efectos producidos por la regresión distributiva. Sin embargo, esta situación alteró la proporción al gasto incrementando el ahorro interno, fomentado por el dinamismo en el sector exportador hasta que sobrevino el deterioro en la relación de intercambio; a finales de la década de los cincuenta, la influencia del sector externo disminuye notablemente en el ahorro.

II. Influencia de las variables financieras.

Los instrumentos de política monetaria fueron usados con el objeto de apoyar el gasto gubernamental en inversión durante la época de la inflación, la cual se produjo por el lado de la demanda debido a la forma de financiar la inversión. Pero por otro lado se trató de evitar la expansión secundaria del circulante, suspendiendo el redescuento a la banca privada; aumentando los requisitos de reserva o encaje; y, aplicando políticas selectivas de crédito para fomentar las inversiones tanto en el sector agrícola como en el industrial.

La cartera de la banca privada se vio transformada en su composición, obligándose a las instituciones a aceptar papel gubernamental, valores industriales para inversiones a largo plazo y créditos a plazo medio para financiar compras de maquinaria del sector agrícola, frenando así la expansión crediticia excesiva sin desalentar el gasto en inversión. Estas medidas produjeron resultados efectivos que se reflejaron en una modificación en el flujo del crédito, trasladándose del distribuidor al productor la decisión respecto al uso de fondos, restringiendo el crédito a los establecimientos comerciales, sin que esto afectara su crecimiento, debido a su alta capacidad de autofinanciamiento. Al facilitar el acceso a las fuentes de crédito a empresarios agrícolas e industriales, se incrementó la demanda de bienes de capital que se vio reforzada por operaciones en el mercado de valores, adquiriendo estas importancia como apoyo financiero a las actividades económicas, como consecuencia del deseo de los ahorradores de diversificar sus activos financieros, obteniendo rendimientos atractivos.

Las centrales selectivas de crédito, al restringir el uso de fondos destinados a las actividades comerciales, limitaron los financiamientos para la circulación de mercancías o gasto en consumo, reasignando fondos que complementaron los recursos de las empresas y favoreciendo la formación de capital. Este fue el papel más importante que jugó la política monetaria para el fomento de las actividades productivas.

El proceso de financiamiento mencionado fue apoyado por creaciones financieras de empresas innovadoras, a través de intermediarios también dinámicos, al presionarlos para aceptar valores oficiales y de inversión por conducto del Banco de México. Todo ello señala el papel significativo que en el desarrollo del país ha desempeñado la política financiera.

El efecto de las inversiones en el sector agrícola, apoyado por el acceso a los fondos prestables, se hizo notar claramente a principios de la década de los cincuenta. Los rendimientos por hectárea aumentaron al mismo tiempo que se deterioraban los precios internacionales de los principales productos agrícolas de exportación, descendiendo por consiguiente los precios internos relativos de estos productos. Por otro lado, la regresión experimentada en la distribución del ingreso mencionada anteriormente, modificó los patrones de consumo, a la par que se mantenía bajo el precio de los insumos proporcionados por el sector público. Todos estos elementos contribuyeron al abatimiento de las presiones inflacionarias.

La recesión inmediata de la economía norteamericana al fin de la Guerra de Corea, condujo a la nueva administración a un aumento en el gasto público para contrarrestar el abatimiento de la actividad económica. El déficit fue financiado por el Banco de México, registrándose fuertes pérdidas en la reserva y salida de capital, que obligaron a devaluar en 1954. Esta medida permitió captar mayores recursos por el sistema impositivo, lo cual se reflejó en un superávit en 1955; y, situar al sector agrícola en condiciones competitivas. Así fue como se suspendió temporalmente la presión inflacionaria del sector público por el lado de la demanda.

Podría decirse que las consecuencias de la política económica en esta época tuvieron resultados distintos no siempre concordantes. Por un lado el incremento en exportaciones permitió, al gravarse estas, aumentar los recursos fiscales cerrando el déficit presupuestal. Asimismo, la devaluación propició un aumento notable de los precios internos, junto con salidas de capital a corto plazo ante la desconfianza que creó la modificación del tipo de cambio. Hubo también una reorientación en la búsqueda de fuentes de financiamiento, pues las políticas restrictivas del Banco Central aumentaron la tasa de interés, orientándose la captación de fondos hacia el exterior.

La evolución reciente de México no puede explicarse sin considerar el acelerado desarrollo financiero. En los últimos años la política financiera ha sido un instrumento para movilizar recursos reales con fines de desarrollo, sobre todo en la segunda fase de este —la de estabilidad de precios— a través de la captación de un volumen cada vez mayor de recursos, por un lado, y de su asignación por otro.

La captación de recursos financieros se realiza mediante una creciente gama de pasivos bancarios y valores que va, desde aquellos con máxima seguridad y mínimo rendimiento, como las cuentas de ahorro, hasta los de máximo rendimiento y menor seguridad, como los certificados financieros.

La asignación de recursos se ha llevado a cabo utilizando distintos mecanismos. El más importante de ellos es el traspaso de recursos del sector privado al sector público por medio del encaje legal, con lo cual han sido atenuadas las presiones inflacionarias. (De acuerdo con las disposiciones vigentes, parte de la reserva obligatoria de los bancos y de las sociedades financieras depositada en el Banco de México, es invertida en valores del Gobierno Federal y de ciertas instituciones públicas).

Otro mecanismo de traspaso de ahorros del sector privado al público, ha sido la colocación directa de valores emitidos por instituciones de crédito entre ahorradores individuales e institucionales. A la vez se han traspasado recursos en sentido inverso, es decir, del sector público al privado, por medio de aportaciones del Gobierno Federal a los

patrimonios de los bancos nacionales y de ciertos fideicomisos. Se ha influido también en la asignación de recursos, otorgando el crédito por plazos de vencimiento (se tiende a fomentar la asignación de recursos en préstamos a mediano y largo plazo), y se ha orientado el financiamiento hacia determinadas ramas productivas con tendencia a disminuir en términos relativos el crédito otorgado al comercio en beneficio de las ramas industrial y agrícola por medio de reglas de distribución de la cartera y otros mecanismos.

A pesar de estos avances, se aprecian todavía dificultades tanto desde el punto de vista de la captación como de su canalización, siendo mucho más importantes las primeras.

El período de crecimiento con estabilidad se inició a partir de la devaluación de 1954. Aunque en este año el índice de precios subió en un 13.6%, fué decreciendo paulatinamente hasta estabilizarse cuatro años más tarde en un 2.8% hasta 1965. El alza en las tasas de interés frenó el ritmo de expansión de la inversión privada, pero el impulso de las exportaciones en los años inmediatos a la devaluación y el crecimiento de la inversión pública financiada con recursos del exterior, mantuvieron una tasa de crecimiento aceptable.

Las relaciones entre algunas variables económicas sufrieron transformaciones profundas en el período de estabilidad, motivadas por la modificación que se había operado en las estructuras durante el período de desarrollo inflacionario. Los salarios acusaron una mayor participación en el producto al ocurrir una redistribución de ingresos en favor del factor trabajo.

La política financiera observada se dejó sentir notoriamente en el proceso de estabilización. Los controles selectivos de crédito canalizaron un volumen creciente de recursos a las actividades industriales y agrícolas, de modo que estas no tuvieron necesidad de aumentar precios para proveerse de financiamiento en épocas de presión por el lado de la oferta.

Las elasticidades de crecimiento de los distintos sectores se adaptaron a las elasticidades del ingreso de la demanda, diferidas sin embargo por el proceso de sustitución de importaciones que se generalizó en casi todos los sectores. La tasa de crecimiento del producto agrícola fue menor que la del producto global, correspondiendo a una elasticidad ingreso en el consumo privado o productos agropecuarios menor que la unidad. Sin embargo la tasa de crecimiento anual del sector mencionado debería haber sido mayor para obtener un desarrollo equilibrado, que no sucedió, posiblemente debido al deterioro en la relación de intercambio para los productos agrícolas.

El proceso de sustitución de importaciones se ha reflejado en el uso creciente de insumos internos para la industria y servicios, lo que ha determinado que la economía mexicana disminuya su dependencia de las decisiones tomadas en el exterior.

Los flujos de inversión canalizados por el sector público han mostrado un peculiar ritmo de expansión arrojando fluctuaciones cíclicas sexenales, las cuales son en parte compensadas por la inversión privada, sin que esto signifique la existencia de una coordinación en las decisiones de inversión entre ambos sectores. La influencia del sector público en el proceso económico reviste importancia no solo por la participación de ésta en el volumen global de la demanda o de la formación de capital, sino especialmente por su asentamiento en factores claves de la economía, aislándose los efectos del comercio mundial que repercutían en la economía a través de las decisiones tomadas en los factores mencionados, cuando éstos estaban en manos de extranjeros.

La importancia relativa del sector externo ha disminuído en la determinación del ingreso, ya que la industrialización ha significado un proceso de sustitución de importaciones, orientadas hacia el mercado interno. En el renglón de ingresos, el turismo ha mostrado un gran dinamismo, pasando a formar parte importante de las recepciones en cuenta corriente.

Pese a que las inversiones extranjeras directas en forma de créditos han aumentado a tasas aceleradas, el uso del ahorro externo indirecto ha constituido una importante fuente de financiamiento de la inversión pública, representando actualmente la deuda externa titulada más del doble del valor de la inversión extranjera directa.

Si la dependencia de nuestra economía respecto a cambios en el exterior se ha aminorado en el sector externo, en el renglón de cuenta corriente no ha sucedido lo mismo respecto a la cuenta de capital, ya que con la creciente importancia que representa el crédito extranjero en el financiamiento de la inversión, esta se ha hecho más vulnerable a variaciones en el mercado internacional de dinero y capitales.

El mercado financiero reflejó los efectos de la devaluación, pero una vez que se acentuó la estabilidad de precios y se abatió el riesgo cambiario, se ajustó a la nueva situación cambiando sus directrices. Los pasivos totales del sistema financiero crecieron a una tasa inferior a la del ingreso hasta 1958, para luego, durante el período de estabilidad, aumentar rápidamente, especialmente en el renglón de pasivos no monetarios. Los efectos especulativos respecto al riesgo cambiario y a la modificación de tasas de interés en el extranjero, han sido contrarrestados por una política de irrestricta convertibilidad del peso.

Los efectos de la estabilidad de precios en el sistema financiero se han proyectado en la captación de volúmenes crecientes de ahorro voluntario, debido a la confianza del público en el tipo de cambio. Estos ahorros han sido debidamente canalizados hacia actividades productivas financiando el déficit del sector público sin recurrir a mecanismos inflacionarios.

Los instrumentos de política monetaria se han convertido en medios más poderosos para controlar el gasto agregado, como resultado del crecimiento de los recursos financieros. El hecho de que la inversión representa una parte importante del gasto, y de que sea relativamente inelástica a las variaciones en el tipo de interés, amortiguan la influencia de las variaciones cíclicas en el extranjero sobre la actividad económica.

III. Comentarios finales.

La experiencia mexicana muestra cómo se modificaron los parámetros como resultado del proceso de desarrollo económico. En consecuencia fué alterándose el comportamiento del sistema en el sentido de fortalecer el mecanismo financiero, aumentar la flexibilidad de la oferta, disociar las decisiones de ahorro e inversión y hacer a la economía más autoinducida, aunque no por ello más estable, y generar sus propias oscilaciones cíclicas. Pero todos estos acontecimientos tuvieron raíces comunes que parece útil tratar de sintetizar.

Uno de los más difíciles problemas contemporáneos en el campo financiero, es obtener una mayor eficiencia al movilizar los ahorros potenciales disponibles; eficiencia en la asignación de los recursos crediticios entre el sector público y el privado, así como también dentro de estos mismos sectores; y, eficiencia en la utilización de los recursos disponibles de crédito base de los gastos de inversión. En años anteriores, la política financiera en el país estuvo dirigida a facilitar una alta tasa en la formación de capital y desarrollo del producto; el establecimiento de múltiples instituciones financieras; y, mantenimiento de la estabilidad interna, han reducido el énfasis en la evolución financiera como tal, especialmente porque la mayoría de las actividades financieras privadas han resultado altamente reeditables. Consecuentemente, existen ahora numerosas oportunidades en el desarrollo de las prácticas financieras para promover su eficiencia y por ello, impulsar aún más el desarrollo general de la economía mexicana.

En general, una economía en desarrollo necesita la formación de recursos reales y mecanismos de transferencia que permitan su asignación a unos más eficientes. A principios del proceso, el déficit fiscal y el largo período de maduración de muchas obras públicas principalmente, llevaron a la inflación; por otra parte, el sistema fiscal y financiero era inadecuado para apoyar las transferencias que requerían las condiciones del país. Así, inicialmente, la movilidad del capital se efectuó a través del mecanismo de precios más bien que del financiero, mediante una aguda redistribución del ingreso que permitió la creación y la distribución de ahorros e inversiones, facilitando la formación de capital y su asociación a nuevos usos a base de mayores utilidades.

La política financiera y en general el comportamiento del sistema financiero dieron gradualmente movilidad al capital y facilitaron su reasignación en condiciones más eficientes. Este proceso se afirmó con la estabilidad de precios, cuando las condiciones de mercado apoyaron los esfuerzos de la política económica, facilitando el crecimiento sin tensiones excesivas o serios desequilibrios en la distribución y los precios.

34-50

Capítulo 3

INFLACION Y AHORRO

Por ALBERTO R. MUSALEM y
LEONARDO AUERNHEIMER

La pregunta “es la inflación destructora de ahorros, o un medio —en algunas circunstancias aconsejables—, de aumentarlos?” ha sido discutida extensamente desde hace ya varios años. En el contexto latinoamericano, esta pregunta ha sido considerada, con frecuencia, conjuntamente con otra: “es la inflación fortalecedora o debilitante de una más alta tasa de crecimiento?”. Tentativas de respuesta a estas preguntas requerirían largas consideraciones, y en general, esas respuestas no pueden darse en abstracto. En este trabajo trataremos de analizar algunas circunstancias típicas, y de considerar especialmente la situación que nos parece más realista y, al mismo tiempo, más en tono con el motivo de esta conferencia: el caso de inflación reprimida, cuando la represión se manifiesta en particular en uno de los conjuntos de precios: las tasas de interés.

Las definiciones mismas de ahorro e inversión son esquivas. Definiciones convencionales, en términos de cuentas nacionales (aparte de diferir a veces entre países), comparten cierta ambigüedad inclusive con la teoría económica. Desde el punto de vista de una teoría generalizada del capital¹ resulta difícil conceptualizar qué bienes serían puramente de consumo, y resulta más adecuado pensar en términos de *stocks* de bienes de capital, redituando una corriente de servicios a través del tiempo. La deseabilidad de ciertas inversiones versus otras, dependerá estrictamente de las relativas tasas de retorno. Esta noción de considerar bienes como refrigeradores, muebles y hasta vestimenta como inversión resulta extremadamente útil cuando deseamos considerar los efectos de ciertas políticas en la composición del stock de capital social en su conjunto.

En este trabajo, entonces, usaremos el término inversión para referirnos no solo a la inversión convencional realizada por el gobierno y por empresas, sino, además a los aumentos en el stock de toda clase de bienes, sean administrados por el gobierno, las empresas o las unidades familiares.

I. El caso de la inflación perfecta.

Llamaremos *inflación perfecta* a un aumento continuo del nivel general de precios, con las siguientes características: a) la tasa de aumento es constante en el tiempo; b) la tasa de inflación es perfectamente anticipada por los agentes económicos; c) todos los precios (incluyendo salarios, tasas de interés, y cotización de la moneda extranjera) aumentan

¹ Johnson, Harry G., “Towards an all Inclusive Theory of Capital” in *The Residual and Economic Growth*. Paris, OECD, 1964.

simultáneamente a la misma tasa —excepto por cambios no derivados directamente del proceso inflacionario, como cambios en precios relativos por modificaciones en condiciones técnicas de alguna industria, en gustos, etc.—, y la inflación no es *reprimida*, i. e., no existen controles de precios, salarios o tasas de interés.

Las consecuencias de esta situación —extremadamente abstracta, pero una simplificación adecuada para aislar ciertos problemas— no son difíciles de analizar. Es el exacto equivalente a un impuesto, a una tasa real constante (igual a la tasa de aumento de los precios) sobre la tenencia de dinero. La forma en que este impuesto es recaudado puede verse con mayor claridad si suponemos la ausencia de crecimiento —de tal modo que el incremento porcentual de los precios es igual al incremento porcentual de la oferta monetaria—: dado el monto de activos monetarios reales que la economía desea mantener a la tasa de inflación dada, en cada período será necesario aumentar esos activos en términos nominales —para reponer la parte *depreciada* en términos reales—; parte del ingreso es ahorrado con ese objeto, y los bienes que se dejan de adquirir son comprados por la autoridad monetaria. El producido del impuesto por período, en la ausencia de crecimiento, es igual a $m \cdot \pi$ (donde m = activos monetarios reales, y π = tasa de inflación).

Aun siendo tan abstracto, el análisis de este caso de *inflación perfecta* nos permite arrojar luz sobre dos problemas importantes: a) Cuáles son los costos sociales del impuesto? b)Cuál es el recaudo máximo obtenible, teniendo en cuenta que el monto de los activos monetarios reales deseados por la comunidad será menor (i. e., la base se reducirá), mientras mayor sea la tasa de inflación (i. e., la tasa del impuesto)?

1. Los costos sociales.

El análisis clásico es de Bailey²: la curva de demanda por activos monetarios reales puede tratarse del mismo modo que la demanda por cualquier otro bien, y, del mismo modo que en el caso de cualquier otro impuesto, el costo social (pérdida en bienestar) puede aproximarse con el área debajo de la curva, en la porción correspondiente a la disminución de los balances reales. La teoría de la óptima cantidad de dinero³ ha puesto de relieve el hecho de que el costo social de producción de saldos monetarios reales es cero, aun cuando el costo de oportunidad para cada individuo aparezca como positivo. Siguiendo el principio de que el volumen de consumo de un bien será óptimo cuando su costo marginal iguale su utilidad marginal, el volumen óptimo de saldos monetarios reales, entonces, será alcanzado cuando la comunidad mantenga esos saldos hasta el punto de saciedad, i. e., cuando su utilidad marginal sea cero (igual al costo marginal social).

Dada la discrepancia entre costos sociales y privados, la obtención de este óptimo requerirá que el público sea inducido a mantenerlo, mediante el pago de interés, a tasas competitivas con otros activos, sobre ellos⁴.

La tasa de interés real no es, entonces, un costo social de producir saldos monetarios reales, como lo supuso Bailey en sus cálculos de costos de recaudación. Se hace necesario revisar esos cálculos, entonces, y el resultado es que para cualquier tasa de inflación los *costos de recaudación* son mayores⁵.

² Bailey, Martin J., "The Welfare Cost of Inflationary Finance." *Journal of Political Economy*, abril 1956, pág. 93-110.

³ Véanse: Friedman, Milton, *The Optimum Quantity of Money and other Essays*. Aldine, Chicago, 1961. Johnson, Harry G., "Inside Money, Outside Money, Income, Wealth and Welfare in Monetary Theory" *Journal of Money Credit and Banking*, 1, 1969. Tolley, George S., "Providing for the Growth of Money Supply" *Journal of Political Economy*, diciembre de 1967, págs. 465-85.

⁴ Una solución alternativa, de interés teórico pero de poca viabilidad práctica, es una tasa de deflación igual a la tasa de interés real.

⁵ Véase el Apéndice 1 para una revisión basada sobre valores plausibles de los parámetros.

2. La recaudación.

En caso de no crecimiento, la expresión standard de maximización del ingreso por un monopolio operando a cero costo es aplicable: la recaudación será máxima cuando la tasa de inflación (el precio, para el caso del monopolista) sea tal que en el nuevo punto de equilibrio la elasticidad precio de demanda por el bien en cuestión sea igual a menos uno. Supongamos que la demanda por dinero real es de la forma

$$m^d = A \cdot e^{-\pi b}$$

donde m^d = saldos monetarios reales deseados
 π = tasa de inflación esperada
 $b > 0$

La elasticidad con respecto a la tasa de inflación, en este caso, es $n_\pi = -\pi b$ y para $n_\pi = -1$, es suficiente que $\pi = -\frac{1}{b}$

Las estimaciones econométricas del coeficiente b , para países latinoamericanos, son tales que excepto en circunstancias muy especiales se ha llegado a un grado de inflación que maximice la recaudación. Uno de los más altos de estos estimadores⁶ es de alrededor de -3 , para el caso de Argentina, y daría —si suponemos la existencia de no crecimiento— una tasa maximizadora del 33 % por año.

Estas tasas maximizadoras de la recaudación, sin embargo, deben ser revisadas—en algunos casos, substancialmente—, cuando se admite que el crecimiento, en efecto, no es cero⁷.

Supongamos que la demanda por dinero es de la forma sugerida en el párrafo anterior, i. e.,

$$m^d = A(t) \cdot e^{-\pi b}$$

Si ello es así, puede demostrarse que la tasa de inflación maximizadora de la recaudación, π^* , es ahora

$$\pi^* = \frac{1}{b} - (n + n_v z)$$

donde z = la tasa de crecimiento del ingreso per capita
 n_v = la elasticidad ingreso de la demanda por activos reales
 n , el crecimiento de la población⁸

Es decir, la tasa maximizadora será ahora menor que la del caso de no crecimiento, por la diferencia del factor de crecimiento,

$$\alpha = (n + n_v z).$$

Para ciertos valores del parámetro b , y en ciertas circunstancias históricas de rápido crecimiento del ingreso y de la población, la diferencia puede ser apreciable. Por ejemplo, si $n = 4$, $n_v = 2$ (teniendo en cuenta cierto grado de *monetización* de la economía), $n = 4$, entonces $\alpha = (.04 + .08) = .12$; y si, por ejemplo, $b = 3$, entonces la tasa que maximiza la recaudación será:

$$\pi^* = \left(\frac{1}{3}\right) - (.12) = .21\% \text{ por año.}$$

⁶Diz, Adolfo C., "Money and Prices in Argentina" en *Varieties of Monetary Experience*, D. Meiselman, ed. Chicago, 1970.

⁷El punto es desarrollado por Milton Friedman, en "The Revenue from the Creation of Money", University of Chicago, mimeo, próximo a aparecer en *The Journal of Political Economy*, citado con autorización del autor.

⁸Para una sencilla prueba, véase Apéndice 2.

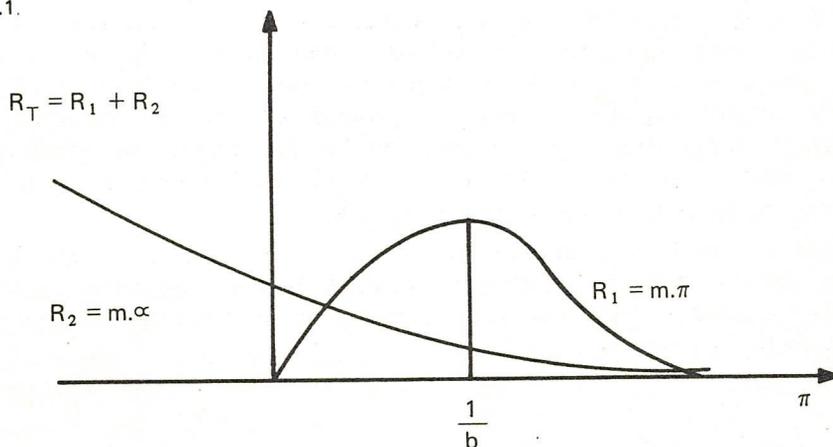
En el caso de Colombia, el valor de los parámetros estimados por uno de los autores⁹ es tal que la tasa *maximizadora*, aun tomando en cuenta el factor de crecimiento, es superior al 100% por año¹⁰.

$$\pi^* = \left(\frac{1}{b} - \alpha\right) = \frac{1}{0,87} - 0,078 = 1,07 = 107\% \text{ por año.}$$

En este caso, el bajo valor de b y de α descarta la preocupación de que, aún teniendo como criterio extremo el de maximizar los ingresos por creación del dinero, la tasa de inflación observada sea demasiado alta. Sin embargo, la situación puede cambiar si: a) la tasa de crecimiento se acelera substancialmente; b) la implementación de reformas en el mercado de capitales, al facilitar la sustitución de saldos monetarios reales por instrumentos de crédito, aumentará considerablemente la elasticidad de la demanda por dinero para cualquier tasa de inflación (i. e., el coeficiente b).

Debe notarse que en ciertos casos de valores de α excepcionalmente altos y de alta elasticidad de la demanda por dinero, el ingreso máximo de la autoridad monetaria en concepto de creación de dinero puede alcanzarse a una tasa de inflación igual a cero, e inclusive negativa. La explicación intuitiva de este hecho es que, cuando la tasa de crecimiento α es positiva, la recaudación por período es igual a $R = R_1 + R_2 = m\pi + m\alpha$. La primera parte, $m\pi$ es, como en el caso de no crecimiento, el impuesto sobre la tenencia de los saldos reales existentes, mientras que la segunda, $m\alpha$ es la cantidad de saldos monetarios reales *vendida* cada año al público para permitir el aumento requerido por el crecimiento. Las dos partes de la recaudación pueden visualizarse en el gráfico 3.1

GRAFICO 3.1.



Como puede observarse, la primera parte (el impuesto) aumenta hasta alcanzar un máximo en el punto $\alpha = \frac{1}{b}$ (en términos aritméticos, $\frac{\partial R_1}{\partial \pi} \geq 0$ o según $\pi \leq \frac{1}{b}$), mientras que la segunda parte decrece monotónicamente cuando la tasa de inflación aumenta (i.e., $\frac{\partial R_2}{\partial \pi} < 0$ para todo π).

Finalmente, observemos que el ingreso total por la creación de dinero, es distribuido entre los creadores (la autoridad monetaria y los bancos), de acuerdo con la proporción

⁹ Musalem, Alberto R., *La demanda de dinero y el balance de pagos: la experiencia de Colombia, 1950 - 1967*, págs. 11-12, mimeo 1970.

¹⁰ El valor $\alpha = 0,078$ resulta de multiplicar la elasticidad ingreso total (1,18) por una tasa promedio de crecimiento del producto total del 6% por año.

de depósitos mantenida como reservas por los bancos (por disposición legal o por motivo precaución), y con la proporción en que la comunidad desea mantener billetes y depósitos¹¹.

En un sistema bancario *no monopolístico* la competencia por depósitos hará que los bancos paguen interés en esos depósitos, hasta reducir la tasa de beneficio al nivel normal de otras actividades. Si existe prohibición legal del pago de interés en depósitos a la vista, —como es habitual que suceda—, la competencia tomará otras formas, en general no eficientes: mejor servicio, edificios más confortables, etc.¹²

En el caso en que esta prohibición esté combinada con máximos, a niveles menores que los competitivos, en las tasas de interés cobradas por préstamos financiados con depósitos a la vista, la recaudación es canalizada automáticamente hacia los prestatarios, en la medida en que esos máximos son efectivos. En cualquiera de los casos, la recaudación obtenida por los bancos se verá substancialmente disminuída, y eventualmente desaparecerá.

Antes de concluir esta sección, es importante que analicemos en mayor detalle el sentido económico de la curva de demanda por dinero, y del área debajo de ella.

Imaginemos el caso de una economía estacionaria (esto no cambia la esencia del argumento, pero lo hace más sencillo), donde el *stock de capital* sea constante, y donde los ahorros durante un cierto período se destinen exclusivamente a reemplazar la parte del stock deteriorada durante ese período. El stock de capital, en este contexto, debe entenderse como el total de los bienes existentes, cualquiera sea el término de su vida útil (carreteras y edificios en un extremo, hasta neveras, muebles y vestimenta por el otro, pasando por fábricas y automóviles). Dada la tecnología y la preferencia en el tiempo de la comunidad, en cada momento habrá una estructura óptima de ese capital; una de las características de su condición de optimalidad estará dada por la división del trabajo en la administración, o manejo de sus distintas partes, teniendo en cuenta los costos de transacción en el intercambio de los servicios o productos finales. Por ejemplo, obviamente trenes son mejor administrados por firmas o por el Estado que por familias, mientras que en el caso de los automóviles, lo opuesto es cierto. Claramente, se trata de una aplicación especial del principio de división del trabajo.

Dado un stock de capital y la distribución de su manejo, es evidente que los servicios de ese stock no fluirán en forma continuada, o, en todo caso, no exactamente al mismo ritmo en que la comunidad desea consumirlos; parte del stock, entonces, estará dado por un cierto volumen de inventarios¹³.

¹¹ La exacta proporción en que el gobierno participa del ingreso, con respecto al total, está dada por

$$\frac{R_G}{R_T} = \frac{1}{\gamma}, \text{ donde } \gamma = \frac{C/D + 1}{C/D + R/D}$$

y C/D = La proporción $\frac{\text{efectivo}}{\text{depósitos}}$ mantenida por el público

R/D = La proporción $\frac{\text{reservas}}{\text{depósitos}}$ mantenida por los bancos.

Por supuesto, en un sistema de 100% reservas, $R/D = 1$ y $\gamma = 1$.

¹² Para una demostración de que en los Estados Unidos la prohibición del pago de interés en depósitos a la vista es evadida en la práctica, véase: Klein, B., *The Prohibitions to the Payment of Interest in Demand Deposits*. Disertación inédita para optar el doctorado, Universidad de Chicago 1970.

¹³ Por supuesto, inventarios no difieren esencialmente de otros bienes de capital, excepto que su tasa de depreciación es instantánea con el primer uso.

Tanto las firmas como los individuos mantienen stocks de capital físico —incluyendo inventarios—, títulos de crédito y saldos monetarios reales.

Examinemos el caso de los ahorristas, las unidades familiares. Su consumo, en sentido estricto, deriva en última instancia de la corriente de servicios de una serie de bienes de capital —casas, refrigeradores, muebles—. Estos bienes se deterioran con el tiempo, y por supuesto deben ser reemplazados —automóviles, en varios años de uso: comestibles, en el primer uso—. Este es el primer componente de la riqueza total del sector privado. El costo de oportunidad de mantener estos stocks está dado por la tasa de interés, el valor de la particular pieza de capital, y su tasa de depreciación. Su retorno está dado directamente en términos de utilidad.

Dada su riqueza total, y la distribución deseada del consumo final en el tiempo, cada unidad familiar mantendrá, además, otros dos tipos de activos. En primer lugar, títulos de crédito, con una tasa de retorno medida en términos pecuniarios, sirviendo dos propósitos íntimamente relacionados: por un lado, distribuir ingreso en el tiempo; por otro, facilitar la división del trabajo en la administración de ciertos bienes de capital.¹⁴

Existen ciertos acomodamientos, o sincronización del consumo y del ingreso, de corto plazo, para los cuales los costos de transacción no justifican la tenencia de títulos de crédito, y este es básicamente el papel desempeñado por el dinero.¹⁵ Los retornos a la tenencia de dinero sobre el cual ningún interés es pagado, son puramente no pecuniarios, y están dados por la mayor eficiencia con que el dinero permite sincronizar pagos y recibos.

En equilibrio, entonces, las unidades familiares mantendrán las tres clases de activos, de modo que las tasas de retorno en todos ellos sea igual. Para el caso de las firmas el razonamiento es análogo, con la diferencia de que en este caso los servicios de los activos físicos son medidos no en términos de utilidad —una dimensión no directamente observable—, sino de retornos susceptibles de directa evaluación pecuniaria. En el caso de las empresas, dinero e instrumentos de crédito llenan la función de sincronizar ventas y compras —del producto y de los insumos, respectivamente— con el ritmo más eficiente impuesto por las condiciones tecnológicas.

El efecto de una inflación perfecta, por supuesto, es incrementar el costo de mantener un cierto stock real de dinero. Dado este incremento, el stock real deseado será menor, y las funciones de la parte faltante serán asumidas; imperfectamente, por otros activos. Tomemos por ejemplo, el caso de la tenencia de activos físicos por las unidades familiares. El promedio de saldos monetarios reales mantenidos para transacciones durante un período —digamos, un mes— puede verse como una alternativa, por ejemplo, a inventarios en comestibles: uno y otro actúan como sustitutos, hasta el punto en que las tasas de retorno a las unidades marginales son igualadas. Dado el mayor costo de mantener un cierto promedio de saldos monetarios reales, es lógico esperar que ahora el nivel deseado de inventarios en la despensa familiar aumente; se ha operado una sustitución de saldos monetarios por activos físicos: para tasas de inflación relativamente altas, por ejemplo, las unidades familiares realizarán sus compras al principio del mes, para todo el período, e inclusive, como ha sucedido en varias hiper-inflaciones, el período de pago de sueldos se reducirá a una semana, o un día.

¹⁴ Esto puede referirse tanto a bonos como al mero título de propiedad de una máquina, cuyos servicios son rentados a una empresa. La división entre bonos y títulos de propiedad, del mismo modo que la distinción entre papeles primarios y secundarios obedece a una división del trabajo todavía más avanzada, gracias a la presencia de intermediarios financieros en general. Para una lúcida descripción de este proceso, véase Gurley, John, and Shaw, Edward S., "Financial Structure and Economic Development" en *Economic Development and Cultural Change*, abril de 1967.

¹⁵ Aquí, la definición: *depósito temporario de poder adquisitivo* (*temporary abode of purchasing power*), es una buena descripción. Véase Friedman, Milton, *The Quantity Theory of Money: a Restatement*, Chicago, 1961.

Por otro lado, si el interés en instrumentos de crédito continúa siendo constante en términos reales —es decir, si la tasa nominal de interés incorpora las expectativas de inflación—, habrá ciertos acomodamientos en el tiempo de pagos y recibos, que antes simplemente se hacían manteniendo dinero como depósito de valor, por ejemplo, por dos o tres períodos —meses, en nuestro ejemplo—: los costos fijos de transacción, búsqueda de información, etcétera, eran demasiado altos como para justificar la compra de un instrumento de crédito por tan corto tiempo. Ahora, la deseabilidad de realizar esta sincronización vía instrumentos de crédito aumentará, y de nuevo parte de la función originalmente desempeñada por el dinero será cumplida, por otros activos, imperfectamente.

En un mundo de incertidumbre, como el mundo en que vivimos, la selección de activos obedece, además, a consideraciones de precaución contra la necesidad de atender a pagos imprevistos. Nuevamente, estas funciones son desempeñadas —según el grado de liquidez deseado y la naturaleza y perentoriedad de los posibles pagos—, por las tres clases de activos, y los efectos de un mayor costo de mantener un determinado volumen promedio de saldos monetarios reales actuará en el mismo sentido que hemos descrito en términos del motivo *transacción*.

Este proceso de sustitución es totalmente análogo para las firmas.

Por supuesto, el mecanismo de sustitución que acabamos de analizar es el mismo que está sumariamente descrito por la curva de demanda por saldos monetarios reales y por el área debajo de la curva. Los costos en bienestar de una cierta tasa de inflación están dados por esta sustitución del dinero en funciones para las cuales es más apto, por parte de activos físicos e instrumentos de crédito. Veremos luego cómo en el caso de una inflación en la cual no se permite a la tasa nominal de interés en instrumentos de crédito incorporar la tasa esperada de inflación, una nueva sustitución se produce, en este caso, en detrimento de instrumentos de crédito.

Esta larga descripción del mecanismo de sustitución nos permite alguna conjetura a priori sobre el efecto de una inflación perfecta sobre el volumen y la composición de los ahorros y la inversión. Por un lado, la transferencia hacia la autoridad monetaria podrá o no aumentar la inversión total, en el sentido convencional de las cuentas nacionales, según sea el destino dado a esos fondos. Este es el mismo caso que el de cualquier otro impuesto. Por otro lado, en el sector privado, el stock de capital en sentido convencional, es decir, administrado por empresas, podrá aumentar, pero lo más importante es el cambio en su composición total.

II. El caso de la inflación imperfecta.

La ausencia de cualesquiera de las condiciones con que caracterizamos una inflación perfecta —constancia de la tasa; perfecta anticipación, ajuste simultáneo en todos los precios, y ausencia de controles— determina la presencia de lo que llamaremos *inflación imperfecta*. Por supuesto, las tres primeras condiciones están íntimamente interrelacionadas: por un lado, perfecta anticipación solo puede concebirse, en un mundo de incertidumbre, con tasa de inflación constante: por otro, cambio simultáneo y porcentualmente igual en todos los precios será más probable mientras más firmes y generalizadas las expectativas, etcétera. El cuarto elemento —control en uno de los precios, la tasa de interés— será el que analizaremos en la última parte de esta sección, luego de referirnos brevemente a la influencia de incertidumbre con respecto a la tasa.

Antes, un corto comentario general es pertinente. La presencia de las imperfecciones apuntadas ha servido frecuentemente como justificativo para el uso de la inflación como instrumento generador de ahorros.

Uno de los argumentos, teórica y empíricamente válido, se refiere a las transferencias del público hacia el gobierno en el corto plazo. Como vimos en el análisis anterior, a cada tasa de inflación corresponderá una cierta recaudación; pero en los comienzos de un proceso de aumento en la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, sin embargo, la esperada tasa de inflación, a la cual los balances reales deseados se ajustan, presentan un considerable rezago con respecto a la tasa real, y —lo que produce el mismo efecto— los saldos deseados difieren de los existentes; como consecuencia de ello, la recaudación es durante el período de transición más alta que la del nivel de equilibrio correspondiente a la nueva tasa de aumento de la oferta monetaria. Paulatinamente, luego de alcanzar un máximo, la recaudación baja y se estabiliza a ese nivel de equilibrio; el mantenimiento del nivel en el máximo alcanzado durante el período de transición requeriría aumentos porcentuales cada vez mayores de la oferta monetaria. Inversamente, el mismo argumento se aplica a descensos en la tasa de aumento de la oferta monetaria: la recaudación baja drásticamente en los primeros períodos, debido al retraso en el descenso de la tasa de aumento de los precios, y luego de alcanzar un mínimo sube nuevamente, para estabilizarse al nivel compatible con la nueva tasa de cambio en la cantidad de dinero. Probablemente en la existencia de este mecanismo pueda hallarse una explicación satisfactoria a la dificultad encontrada por casi todos los gobiernos en la operación exitosa de planes de estabilización.

El argumento es correcto, en cuanto a que durante el período de transición la transferencia hacia el gobierno puede ser substancial. Lógicamente, provee un mecanismo de gran rendimiento sólo en el corto plazo, y los intentos de repetición son por lo general poco exitosos. La influencia sobre el ahorro total dependerá, naturalmente, del destino de los fondos transferidos al gobierno, i. e., la utilización para bienes de consumo inmediato, o de inversión.

Una segunda línea de pensamiento enfatiza no la transferencia hacia el gobierno, sino entre distintos sectores de la economía. En su forma más simple, el argumento se reduce a señalar, —partiendo de la base de que a) clases de altos ingresos ahorran en una mayor proporción; b) ingresos de estas clases se ajustan más rápidamente a nuevas tasas de inflación— la conveniencia o la necesidad de cambios en los niveles de precios tales que, transfiriendo recursos hacia esas clases, aumenten el volumen de ahorros totales. Creemos que el argumento es válido, en cuanto a la *posibilidad* de la transferencia, sólo en el corto plazo, hasta tanto las expectativas se generalicen, pero que hay argumentos que no hacen aconsejable el seguir este curso de acción. Por ejemplo, es posible que si efectivamente se produce un aumento en el ahorro total, se canalice hacia inversiones en el extranjero, o que una propensión marginal a consumir bienes importados, mayor que la de las clases de bajos ingresos, ocasione dificultades en la balanza de pagos. Más importante aún, medidas de este tipo se contradicen con políticas de distribución de ingresos que en general son implementadas paralelamente.

1. *La variabilidad en la tasa de inflación.*

La situación colombiana, en el período desde 1950, puede caracterizarse como exhibiendo una tasa de inflación moderada, en comparación con otros países latinoamericanos, de alrededor del diez por ciento como promedio, con controles en por lo menos algunos de los precios —particularmente, las tasas de interés— y con una alta variabilidad relativa. Consideremos primero esta última circunstancia *per se*.

✓ Entre 1950 y 1967, la tasa de inflación promedio en Colombia precedió a un promedio del 8.9% por año, con picos en 1957 —21.2%— y en 1963 —26%—. La variabilidad relativa de la tasa fué alta: la desviación standard es del 6.8% La tasa de inflación

esperada¹⁶ exhibe para los mismos años un promedio anual muy similar (10.1%) y su variación es mucho más pequeña: 1.85%. Si la comunidad decide con respecto al nivel de sus saldos monetarios reales sobre la base de la tasa de inflación esperada, también la decisión de mantener otros activos (las dos decisiones no pueden lógicamente separarse) estará basada sobre esa misma tasa. En nuestro caso, la tasa esperada ha sido extremadamente estable. La pregunta es: cuál es la influencia, si es que existe, del riesgo de que una cierta tasa esperada no se confirme, sobre la decisión de como distribuir la tenencia de activos?

Puesto en otras palabras: en un período determinado, para una dada tasa esperada de inflación, existirán infinitas posibles distribuciones de probabilidad de que la expectativa se cumpla. Suponiendo que podamos agregar las distribuciones de probabilidad de las unidades económicas, el público tendrá una distribución subjetiva, atribuyendo probabilidades a la ocurrencia de alternativas tasas de inflación durante el próximo período. La pregunta es: tendrá la varianza de esa distribución de probabilidad alguna influencia sobre la forma en que el público decida mantener sus stocks de riqueza durante ese período? En particular, cuál será el efecto sobre la tenencia de instrumentos de crédito?

Podemos imaginar dos situaciones extremas para ilustrar el caso. a) La tasa de inflación ha permanecido constante, digamos, a un 13% durante los últimos diez años; la tasa esperada es también del 13%. En este caso, es plausible decir que el público espera con probabilidad cercana a certeza el que la tasa, durante el próximo período, sea efectivamente del 13%: la varianza de su distribución de frecuencia es extremadamente baja. b) Como en el caso concreto de Colombia, por ejemplo, en el año 1964, supongamos ahora que la tasa esperada sea también del 13% —exactamente, del 12.8% —, pero que durante los últimos 14 años, la desviación standard de la tasa real ha sido del 7%, y como consecuencia de ello el público ha experimentado una vasta experiencia de fracasos en la predicción de esa tasa. En este caso, la distribución de probabilidad subjetiva de la comunidad exhibirá una alta varianza: en promedio, la comunidad ha formado la expectativa de que la tasa de inflación del 13% es la más probable, como en el caso anterior, pero el relativo grado de seguridad con que estará dispuesta a adoptar decisiones sobre esta base será mucho menor.

En la ausencia de cualquier otra distorsión, cuáles son los efectos que podemos esperar? Activos físicos están evidentemente librados de este riesgo, así como papeles de crédito denominados en términos reales —acciones de sociedades anónimas, por ejemplo—; instrumentos de crédito denominados en términos monetarios, lo mismo que el dinero, están sujetos al riesgo, aun cuando la tasa nominal de rendimiento sea igual a la tasa real más la tasa esperada de inflación. Si el riesgo es visualizado como un costo adicional del proceso financiero, lógicamente esto tenderá a disminuir el stock real deseado de instrumentos de crédito denominados en unidades monetarias.

En general, no es mucho más lo que puede decirse *a priori* con respecto a la influencia de este particular tipo de riesgo en el mercado de capitales, particularmente en cuanto a la estructura —i. e., madurez promedio— del stock de instrumentos de crédito, en gran parte porque el estudio de la formación de expectativas es extremadamente difícil y está aún en sus etapas iniciales. La presunción es que el aumento de este riesgo se manifestará en un aumento relativo de la tenencia de activos reales, versus nominales. Pero varias preguntas no han tenido contestación definitiva.

Por ejemplo, con respecto a la tenencia deseada de saldos monetarios reales. Por un lado, pareciera natural decir que si introducimos esta variable *riesgo* en la función de demanda por dinero, para iguales tasas esperadas de inflación, menores serán los saldos

¹⁶Esta magnitud, no directamente observable, está estimada como un promedio ponderado de tasas observadas anteriores, donde las ponderaciones declinan para períodos más alejados.

deseados cuanto mayor el riesgo introducido por la varianza. Pero también podría argüirse en términos teóricos, que a mayor riesgo, *ceteris paribus*, los saldos monetarios deseados aumentarán, como salvaguarda contra contingencias (este es el *motivo precaución* keynesiano). Y alguna evidencia empírica existe en este sentido.¹⁷

Un segundo enigma: en toda situación de riesgo, el costo de este riesgo puede aproximarse con el valor de la prima de seguro contratado, en los casos en que la posibilidad de asegurarse existe. En el caso particular que nos ocupa, la autoridad monetaria puede proveer tal seguro, a cero costo —social y privado— simplemente dando fuerza legal a los contratos con cláusulas escalatorias —digamos, con referencia a algún índice de precios adecuadamente construido—. Sin embargo, tal procedimiento no encuentra el uso difundido que podría esperarse, y tanto deudores como acreedores aparecen tan reluctantes a adoptar tales cláusulas como los gobiernos a permitir las y garantizarlas.

2. La inflación reprimida: el caso de las tasas de interés.

Dejemos ahora de lado el problema del riesgo ocasionado por una tasa de inflación variable, para concentrarnos en el caso de inflación perfecta, excepto por el hecho de que un conjunto de precios —las tasas de interés— son fijadas a cierto máximo valor por la autoridad económica. Varias preguntas son pertinentes: a) Cuáles son los efectos adicionales, en comparación con una situación de inflación perfecta, sobre el volumen y la composición del ahorro y la inversión? b) Por qué es que casi universalmente tales controles existen? c) Cuáles son las medidas aconsejables para remediar tal situación, sus costos y sus beneficios?

a) En principio, los efectos de la imposición de un máximo a la tasa de interés —la tasa de interés debe entenderse como una expresión abreviada para referirse al *spectrum* de las tasas de interés—, puede analizarse en la misma manera que los efectos de la imposición de precio máximo para cualquier otro bien.

Si en el caso de la inflación perfecta las tenencias de saldos monetarios reales se reducen en favor de activos físicos y de instrumentos de crédito, en el caso que ahora consideramos, una nueva sustitución tendrá lugar, esta vez en favor de activos físicos especialmente, en detrimento de instrumentos de crédito.¹⁸

Como en todo esquema de precios máximos, un cierto mecanismo de racionamiento será necesario para eliminar el exceso de demanda al precio de desequilibrio. Para límites fijos de las tasas nominales, menor será el precio máximo cuanto mayor la tasa de inflación.

La primera consecuencia de la interferencia en el proceso de conexión entre ahorristas a inversionistas, será una tendencia a la autofinanciación. Si damos a inversión el sentido generalizado de consumo pospuesto y de adquisición o reemplazo de activos físicos que

¹⁷ Diz, Alfonso C., "Money and Prices in Argentina" en *Varieties of Monetary experience*. D. Meiselman ed., Chicago, 1970.

¹⁸ En teoría, al menos, podemos esperar alguna disminución en la velocidad ingreso —i. e., un aumento en los deseados saldos monetarios reales— con respecto a la que existiría en el caso de inflación perfecta. Existe alguna evidencia empírica de disminuciones en la velocidad cuando similares controles se ejercen en los mercados de bienes y servicios. Sin embargo, debemos ser cuidadosos en la interpretación de este fenómeno: para cada nivel de controles corresponderá un determinado nivel de saldos monetarios reales deseados, es decir, será un cambio de una vez y para siempre, y la tasa de inflación en definitiva será la misma. El pretender extraer conclusiones de este cambio en la velocidad y aplicarlas al análisis de la eficacia de controles directos para eliminar la inflación sería inadecuado. Nos referiremos nuevamente a este punto. Para alguna evidencia aplicada al estudio comparado de dos países, véase: Toribio, Juan J., *On The Monetary Effects of Repressed Inflation*. Disertación inédita para la opción del grado de Doctor. Universidad de Chicago, 1970.

reditúan una corriente de servicios, tanto a firmas como a unidades familiares, no es claro que la inversión deba disminuir; lo que es claro es que su forma se afectará fundamentalmente, tanto en cuanto a los tipos de capital que ahora se mantendrán, como en cuanto a quienes serán sus administradores. Las unidades familiares, por un lado, *qua ahorristas*, encontrarán más conveniente, en el margen, la posesión de activos físicos que de instrumentos de crédito: por otro, *qua inversores* (es decir, que anteriormente vendían instrumentos de crédito para financiar ciertas inversiones —casa de habitación, automóviles, por ejemplo— se enfrentarían con la necesidad de autofinanciar estas adquisiciones. Un ejemplo del *primer efecto* —como ahorrista— será la tendencia a poseer vivienda propia, versus la alternativa de mantener un instrumento de crédito y arrendar vivienda, cada período, con el interés percibido. El *segundo efecto* —como inversor— es que, en la imposibilidad de adquirir crédito en el monto y plazo suficiente, o su posibilidad de renovación periódica, la unidad familiar deberá acercarse a la posición correspondiente a su ingreso permanente por aproximaciones sucesivas. Este último ejemplo es solo un caso particular del hecho de que la inexistencia de un mercado de capitales a plazos suficientemente largos orientara inversiones hacia bienes de capital de menor durabilidad.

El mecanismo que describimos para el caso de la inflación *pura* se manifestará ahora como una sustitución —con respecto a la situación pre-inflacionaria— de activos denominados en términos nominales —dinero e instrumentos de crédito— hacia activos denominados en términos reales.¹⁹

El caso de las empresas es similar, en cuanto al mecanismo de sustitución. En particular, aumentará la rentabilidad relativa de ciertos activos físicos con propiedades de liquidez, como inventarios. En este sentido, una evidencia empírica clara está dada en el trabajo de uno de los autores²⁰, donde se ha ajustado una función relacionando el volumen de inventarios mantenidos por sociedades anónimas, con la tasa esperada de inflación. (En este caso, el efecto detectado se refiere a una situación de inflación controlada, y no se han separado los efectos de la inflación *per se* y de los límites en las de tasas de interés).

Una de las funciones ajustadas es:

$$K: -1302 + 0,128x + 4888, 6E \quad \text{donde: } K = \text{inventarios a precios de 1958}$$

$$(235) (0.007) (2064,9) \quad \quad \quad x = \text{producto bruto total}$$

$$\quad \quad E = \text{tasa esperada de inflación}$$

y donde los valores entre paréntesis son las desviaciones standard de los respectivos coeficientes.

El coeficiente de cambios *relativos* en inventarios, con respecto a cambios en las expectativas de inflación — en el punto medio de las observaciones — es + 2,27.

Más aún, el comportamiento de los *residuos* de este ajuste y los del ajuste de la demanda de dinero, negativamente correlacionados, no deja lugar a dudas sobre la existencia de este mecanismo de sustitución entre balances monetarios y activos físicos, en este caso inventarios.

¹⁹ La importancia de la tenencia de instrumentos de crédito de corto plazo se magnifica para el caso de grandes firmas, dados los altos costos fijos de transacción e información en el mercado de capitales, y las consiguientes *economías de escala*. Dos puntos que en la práctica pueden llegar a ser importantes, en este aspecto: a) La influencia, sobre el mercado de divisas, de transferencias hacia y desde el exterior por empresas con fácil acceso al mercado de crédito extranjero —p. e., filiales extranjeras—; b) la imposibilidad para ciertas empresas autónomas del Estado, de mantener el valor real de sus presupuestos anuales, o de incrementarlos mediante un eficiente manejo de su portafolio, dado que por razones legales en general sólo tienen acceso al mercado financiero organizado.

²⁰ Musalem, Alberto R. *La demanda de dinero y el balance de pagos: la experiencia de Colombia 1950 - 1967*. Pág. 14, mimeo, 1969.

Por otra parte, habrá un grupo de actividades que, en la ausencia de regulación, podría pagar la tasa de interés competitiva, y que no recibirá crédito; inversamente, otro grupo, que anteriormente no podía pagar esa tasa, ahora lo recibe. El examen de la eficacia de esta situación debe reducirse a justificar las razones por las cuales las tasas de retorno social son menores que las privadas, en el primer caso, y mayores, en el segundo. Finalmente, un cierto tipo de actividades recibirá crédito en las dos situaciones, pero ahora a menor precio. Aquí, el problema es similar: cómo se justifica el subsidio a esas actividades, y, en particular, el subsidio al *uso de un determinado insumo*?

Nuestra referencia a las sustitución de activos físicos en detrimento de instrumentos de crédito por parte del público pone en claro que suponemos que habrá un descenso del ahorro definido en sentido convencional. Siendo el ahorro la diferencia entre ingreso y consumo, la pregunta es si el rendimiento de posponer consumo —i. e., la tasa de interés— tiene un efecto apreciable en el volumen de consumo, definido convencionalmente. Aun cuando sobre bases teóricas es indiscutible que esperamos una respuesta afirmativa, con frecuencia esta dependencia es negada. A pesar de la controversia, no mucha evidencia empírica puede existir que arroje luz sobre la cuestión. La observación de la experiencia de algunos países no es concluyente, en gran parte por la imposibilidad de mantener el supuesto *ceteris paribus*. Lo que parece ser claro es que una situación inflacionaria con controles en las tasas de interés lleva a un incremento en la tenencia de activos físicos, en desmedro de instrumentos de crédito. Por ejemplo, uno de los autores²¹ ha ajustado una función de consumo para Colombia de la forma:

$$C = a_0 + a_1 Y + a_2 E + a_3 L + t$$

Donde Y = ingreso disponible; E = tasa esperada de inflación; L = un índice de liberalización de importaciones; t = tendencia. El estimador de a_2 (propensión marginal a consumir, con respecto a las tasas de inflación esperadas) tiene un valor de $a_2 = 10772$. Para un valor promedio de la tasa esperada de inflación del 10%, y del consumo de 15.000 millones de pesos, la elasticidad correspondiente es $n_c = +0.15$. Luego de algunas transformaciones simples, puede verse que la elasticidad de ahorros con respecto a la tasa de inflación es:

$$n_s = -n_c (Y/S - 1).$$

Tomando un valor de $Y/S = (1/0.20)$, la resultante elasticidad sería aproximadamente $n = +.60$; i. e., si la tasa de inflación esperada sube de 10% a 15% por año (un 50%), los ahorros bajan en un 30%, lo que implica una suma substancial.

Por supuesto, una estimación tan casual como esta debe tomarse con cautela. Por un lado, siendo el nivel de tasas de interés máximas más o menos estable durante el período de estimación, a mayor tasa de inflación esperada, menores las tasas efectivas de interés; el coeficiente a_0 , entonces refleja los efectos de cambios en la tasa de inflación, *per se*, y también los efectos de la automática reducción de las efectivas tasas de interés. Pero esta es precisamente la situación que estamos considerando; el estimador, entonces, resulta útil en cuanto a una evidencia del signo del verdadero parámetro.

Hasta ahora hemos supuesto que los máximos en las tasas de interés son *efectivamente* controlados. Lo cierto es que pueden serlo solo en la parte del mercado financiero que es, o debería ser, más eficiente en los países en desarrollo: el sistema bancario.²² En otros sectores (por ejemplo, créditos para la adquisición de bienes de consumo, donde la venta conjunta del producto y del crédito es altamente ineficiente), las regulaciones son evadidas fácilmente, lo cual introduce un nuevo sesgo que contribuye a la distorsión.

²¹ Musalem, Alberto R. *Un modelo macroeconómico para Colombia*, pág. 5, mimeo 1970.

²² Por supuesto, esta no es una afirmación que no admita excepciones, por ejemplo una forma indirecta de aumentar las tasas de interés cobradas, es el arbitrio del cobro de intereses adelantados, o de exigir, como condición del préstamo, el mantenimiento de un cierto balance mínimo en cuenta corriente.

En este contexto, una pregunta cuya respuesta no es obvia, es: cuál es la razón por la cual la implantación de un mercado de bonos, debentures y otros papeles comerciales encuentra tantos obstáculos para desarrollarse? En este caso, regulaciones con respecto a tasas de interés no son relevantes: ajustes en las tasas se realizan automáticamente, a través de cambios en la cotización de los papeles, y estas cotizaciones no son controladas. Debemos confesar que no tenemos una respuesta única para esta pregunta, y creemos que el punto merece un estudio en profundidad. Por un lado, el problema del riesgo introducido por la varianza en las tasas efectivas de inflación puede tener su influencia; por otro, es conveniente recordar que el mercado de capitales es uno de aquellos en los cuales costos fijos de transacción y costos de información son altos. La siguiente pregunta es: cuál es la razón de que existan tales regulaciones? La respuesta, nuevamente, no es fácil, pero algunas hipótesis parecen más plausibles que otras.

En el caso de algunas otras distorsiones, a veces su explicación puede rastrearse, por ejemplo, a presiones por parte de ciertos grupos económicos directamente beneficiados; en el caso de las tarifas, por ejemplo, muchas veces son claramente el resultado de la presión de grupos de productores, beneficiarios de la protección, no compensada o sobrepasada con una presión igual o mayor por parte de consumidores, perjudicados con ella.²³

Sin embargo, en el caso de máximos a las tasas de interés, las respuestas no son tan claras. No es obvio que el sistema bancario como tal se beneficie con ellos; por otro lado, presiones por parte de actividades beneficiarias del crédito-subsidio no tienen por qué considerarse, *a priori*, necesariamente mayores que presiones por parte de actividades desplazadas.

Una explicación mucho más plausible y simple es que las medidas sean el producto de una consciente política económica. Básicamente, hay dos razones que en una u otra forma suelen esgrimirse, a nuestro criterio equivocadamente. Por un lado, la creencia de que siendo la tasa de interés el precio de un insumo, el permitir de que sea aumentada, aumentará la inflación. La idea, que tiene varios orígenes, es la misma que lleva a la imposición de precios máximos en el mercado de productos, pero básicamente se debe a una confusión entre niveles absolutos y tasas de cambio.

Como mencionamos anteriormente, es de esperar, un cierto *nivel* de velocidad menor cuando las alternativas a la posesión de activos monetarios son menores (en otras palabras, podemos esperar que la demanda por balances monetarios reales sea menos elástica con respecto a cambios en la tasa de inflación); esto traerá como consecuencia el que el *nivel absoluto* de precios sea algo menor de lo que sería de otra manera. Pero, excepto en el corto período de transición, la *tasa de inflación* (que es el *cambio* porcentual en el nivel absoluto de precios), no tiene por qué verse afectada.

b) En forma todavía más frecuente, la razón que se arguye es la necesidad de control —racionamiento— del crédito como medio de fomentar ciertas actividades y desalentar otras. Aun cuando aceptemos la necesidad de que ciertas actividades deban ser subvencionadas, existen por lo menos dos serios reparos a esta forma de lograr ese objetivo.

En primer lugar, la necesidad de subsidio o desaliento de cualquier actividad debe ser el resultado de un estudio cuidadoso de las razones concretas que aconsejan el tratamiento especial; en otras palabras, la *identificación precisa del origen de discrepancias entre costos y beneficios sociales y privados*. Establecidas esas razones, habrá una política

²³ Algunos estudios se han realizado para explicar la estructura tarifaria de los Estados Unidos, sobre la base de estos supuestos. El punto en ese país ha sido puesto en relieve claramente durante las últimas discusiones sobre la introducción de tarifas en vestimenta y calzado.

adecuada de intervención, siguiendo el principio general de que las distorsiones deben ser atacadas en la fuente. De esto se concluye inmediatamente que el subsidio o fomento de cierta actividad no implica necesariamente el subsidio o fomento al uso de ciertos factores por esa actividad.

En particular, el subsidio a través de una tasa de interés inferior a la de equilibrio implica que, siendo el capital ahora más barato para las firmas, los precios de los insumos resultan distorsionados en favor del uso de técnicas de producción más capital intensivas y, dentro de ellas, en favor del uso de bienes de capital con menor depreciación física por período²⁴. Es cierto que en muchos casos, aun cuando el crédito se otorgue con el requerimiento de que sea utilizado para la adquisición de bienes de capital, existe la posibilidad para la empresa de renegociarlo indirectamente, destinando a otros usos montos que de otra manera se habrían utilizado en la inversión en cuestión, con lo que no cambiaría la combinación óptima. El que esa renegociación indirecta exista o no, es una cuestión empírica, sujeta a verificación; *a priori*, si alguna influencia existe, será en el sentido de modificar los precios relativos.

Consideraciones de este tipo parecen ser particularmente relevantes para el caso de Colombia, donde los problemas de desocupación estructural, capacidad ociosa, técnicas de producción, en términos de capital excesivamente intensivos, copia de funciones de producción más adecuadas para países con precio del capital —relativo al trabajo— menor, son mencionados en casi todos los trabajos de economistas que visitan el país.

Creemos que es importante insistir sobre este punto, que es solo la aplicación particular de un principio general de adecuación de instrumentos a objetivos. Supongamos, por ejemplo, que en una actividad la tasa de retorno social excede a la privada por el particular valor del entrenamiento de la mano de obra, valor no capturado en la tasa de retorno privado. En este caso particular, la medida de política que corresponde es el subsidio del uso de mano de obra en esa actividad. Un subsidio a la producción, por ejemplo, será solo una medida de *second best* un subsidio a través del uso del crédito todavía menos eficiente, y eventualmente de efectos netos contrarios a los buscados —es decir, un incremento de la proporción de capital-trabajo, y posiblemente una caída en el total de mano de obra utilizada—.

En segundo lugar, el subsidio a través de tasas de interés menores que las de equilibrio es realizado de un modo equivalente al de un impuesto sobre el ahorro. Aun cuando la forma de *otorgar* el subsidio fuera la correcta, las fuentes de las cuales el subsidio proviene son a todas luces inadecuadas. En primer término, existen impuestos cuyos efectos distorsionantes son mucho menos considerables.²⁵

Por otro lado, y en circunstancias no menos importantes, es un impuesto altamente regresivo: no solo la tasa es meramente proporcional, sino que, dados los altos costos fijos de transacción en el mercado de capitales no bancario, discrimina en favor de quienes ahorran grandes sumas en ese mercado extrabancario.

c) Cuáles son las medidas aconsejables, sus costos y sus beneficios?

En esta sección, es conveniente que tratemos de aplicar algunos de los sencillos

²⁴ Las firmas encuentran su punto de equilibrio cuando el cociente entre el valor del producto marginal de un factor y el precio de los servicios de ese factor es igual para todos los factores, e igual a la inversa del costo marginal. El alquiler o precio de una unidad de servicios por período de un bien de capital es igual a la tasa de interés multiplicada por el costo del bien, más la tasa de depreciación física. Una disminución de la tasa de interés implica automáticamente una disminución de ese alquiler por unidad de tiempo, por ende un aumento en el uso del factor.

²⁵ En algunas circunstancias se arguye que el impuesto no tiene efectos distorsionantes, dando por sentado que la oferta de ahorros es totalmente inelástica con respecto a la tasa de interés. Ya nos hemos referido a la inverosimilitud de este supuesto.

principios generales que anunciamos a lo largo de este trabajo. Creemos que el acento debe ponerse en un esfuerzo por clarificar objetivos concretos. Estos objetivos deben enunciarse en términos menos generales que expresiones tales como “obtener un mejor funcionamiento de los mercados”, o “acelerar la tasa de crecimiento del producto”, etc., expresiones que logran fácil unanimidad gracias a su vacuidad.

Si es cierto que los mercados de capitales cumplen la misma función útil que otros mercados, y se desea mejorar su funcionamiento, debemos primero detectar las causas por las cuales el funcionamiento no es adecuado, comenzando, por eliminación, por las más simples. Distorsiones impuestas como resultado de medidas de política económica deben analizarse una a una, y removerse a menos que pueda justificarse, en términos de sólido análisis, que su imposición sirve para anular distorsiones inherentes al sistema. En este sentido, gran parte de toda reforma debe dirigirse a eliminar trabas innecesarias. Es esencial que este análisis se haga con un mínimo de prejuicio y, permítasenos la expresión, llamando a las cosas por su nombre²⁶.

Una pregunta relevante es si la eliminación de estas distorsiones debe ser gradual o abrupta. Esto debe ser objeto de un estudio particular para cada una de ellas, y como hombres cautos nos inclinaríamos por cambios firmes pero sucesivos. El problema es, por supuesto, el del paulatino debilitamiento en las decisiones que deben cumplirse a lo largo de un período considerable de tiempo; pero este es un riesgo que debe ser medido por quienes están en mejores condiciones para evaluar las posibilidades de implementación de medidas que *inicialmente* pueden perjudicar a ciertos sectores.

Eliminadas en lo posible las distorsiones impuestas por medidas de política, tocará el turno al estudio de otras posibles distorsiones, que pueden existir no ya por actos de comisión sino de omisión por parte de la autoridad económica; i. e., distorsiones inherentes a ciertos mercados en particulares circunstancias históricas.

El funcionamiento del mercado de capitales es particularmente susceptible a factores tales como seguridad en el cumplimiento de contratos, *costos de transacción* y *costos de información*.

Un cálculo de la tasa de beneficio social de la inversión en aumentar la eficacia del aparato judicial, de modo de acelerar procesos, seguramente daría una cifra muy alta.

Información es un bien que, una vez producido, su utilización por algunas unidades económicas no disminuye las posibilidades de uso por otras; en los términos empleados en la teoría de las finanzas públicas, es un bien público, y como tal tiende a ser producido en escala inferior a la óptima. Es función importante del Estado, en este caso, subvencionar la producción —o producirlo directamente, según las circunstancias— de este bien público, y asegurar su difusión. En el mercado de bienes y servicios, por ejemplo, esta es en definitiva la causa económica por la cual productores son obligados a especificar el peso y las características de su producto; en el mercado de capitales, similarmente, es importante el requerir, en la extensión de todo crédito, una clara especificación de las condiciones, en términos inteligibles; especialmente, la tasa nominal de interés correctamente calculada —esto es especialmente relevante en el caso del crédito conjunto con la venta de bienes durables de consumo, donde generalmente las especificaciones de interés se hacen en términos de un porcentaje sobre el total de la deuda, y no sobre saldos adeudados—.

En el caso de intermediarios financieros, la posibilidad de seguros obligatorios contra falta de pago —del mismo tipo de los seguros en depósitos bancarios, por lo menos en

²⁶ El problema semántico llega a veces a ser importante, como fuente de confusión y desacuerdo. Es sintomático de todos los países en desarrollo, por ejemplo, y revelado en todas las encuestas a nivel de firmas, el clamor de todos los sectores por mayor acceso al crédito; en la mayoría de los casos, esto significa solamente mayor acceso al crédito a tasas de interés negativa, i. e., directamente, mayor subsidio.

ciertos países— debería estudiarse, trasladando la acción judicial a las compañías de seguro —por supuesto, esto está basado en el hecho de que acciones judiciales están sujetas a fuertes economías de escala—.

La expresión *mercado de capitales* es suficientemente general como para que la pregunta de qué partes de ese mercado deban tener prioridad en toda reforma, merezca consideración detallada. Pensamos que el *sistema bancario*, en todos los países latinoamericanos, ofrece la existencia de toda una infraestructura y organización ya montada —en términos de ubicación geográfica, y en términos de *know how*— que le permite competir con éxito por esta prioridad con otros sectores del mercado, todavía en estado incipiente de desarrollo. Este es un punto que en circunstancias no es suficientemente enfatizado.

Una segunda estructura que lleva ya un relativamente largo tiempo de funcionamiento será de alta prioridad, es el mercado de acciones de sociedades anónimas, en el cual se cotizan además debentures y bonos del gobierno.

En esta búsqueda por debilidades inherentes en ciertos mercados financieros, algunos ejemplos deben ser traídos a colación como indicio general de que, cuando se lo permite, el desarrollo de estos mercados puede ser rápido y vigoroso. La experiencia del relativamente nuevo mercado por certificados de abono tributario (CAT) es importante en este respecto. Durante los pocos años de su existencia, estos instrumentos de crédito de corto plazo reditúan (una vez ajustados los beneficios, teniendo en cuenta que están exentos del pago de impuesto a la renta, y suponiendo que los perceptores se encuentran en el grupo que paga el 30 % de impuesto) alrededor del 20 % de interés nominal; dada una tasa de inflación esperada del 10%, este retorno nominal refleja adecuadamente la tasa de retorno al capital, calculada para Colombia al 10/11 % por año.

Una de las debilidades inherentes de todo mercado, desde el punto de vista de su eficacia social, es la presencia de elementos monopolísticos. Por supuesto, el recurso de controles directos cuidadosamente estudiados es siempre posible. Una alternativa es homogeneizar el producto, es decir, evitar compartamentalización que no responda a necesidades reales de división del trabajo y de preferencias del público por distintos activos. Por ejemplo, el tratamiento impositivo preferencial del ingreso derivado de ciertos títulos de crédito (en el caso de Colombia, CAT, bono hipotecarios y bonos de desarrollo, por ejemplo) debe ser evitado en todos los casos.

Finalmente, hemos señalado ya la conveniencia de proveer un seguro contra fluctuaciones en la tasa de inflación, dotando de fuerza legal a cláusulas escalatorias basadas sobre algún índice de precios adecuado. El grado de aceptación de este dispositivo por el público (lógicamente, el escalamiento sería de naturaleza optativa, y no obligatorio para todos los contratos), luego de algún tiempo necesario para que el sistema se difunda, podría ser objeto de un análisis que permitiría clarificar muchas cuestiones para las cuales hoy no tenemos respuesta —existe algún grado de ilusión monetaria? ; hay una sistemática diferencia en la formación de expectativas entre deudores y acreedores? —

Deseamos cerrar este trabajo con dos observaciones de carácter general:

1. Hemos puesto el acento en el caso de la inflación imperfecta; como consecuencia de variaciones en las tasas de inflación y, particularmente, por distorsiones con respecto al ajuste de uno de los precios más importantes, las tasas de interés. Afortunadamente, Colombia no es uno de los países que presentan signos de inflación "galopante"; el esfuerzo debe ser entonces dirigido a facilitar ajustes simultáneos de todos los precios, por un lado, y a estabilizar la tasa de inflación al nivel deseado. Un subgrupo saludable de una reforma financiera puede ser el funcionamiento de un mercado de instrumentos de crédito donde la autoridad económica pueda intervenir en la ejecución de su política monetaria de corto plazo a través de operaciones de mercado abierto, que es un

instrumento reconocidamente más eficiente que los empleados actualmente —redescuento, y cambios en los márgenes de reservas requeridos—. Una política estabilizadora de corto plazo seguramente contribuirá al objetivo de reducir la variabilidad en las tasas observadas de inflación.

Simultáneamente, la existencia de un mercado de instrumentos de crédito (bonos) del gobierno, permitirá una mejor distribución en el tiempo de la financiación de obras de capital emprendidas por el gobierno: es sabido que un sano principio es la financiación de inversiones públicas de largo plazo no a través de impuestos, sino de colocación de deuda pública.

2. Las consecuencias a nivel global de una reforma dependerán, lógicamente, de la importancia de la reforma. En este trabajo no nos hemos referido al sector externo, y a otro precio que se encuentra distorsionado: la tasa de cambio extranjero. Por un lado, el aumento en las posibilidades de mantener activos financieros domésticos a una tasa competitiva, es una condición necesaria para cualquier intento de permitir que la tasa de cambio se modifique a través del tiempo, al mismo ritmo que la inflación, de modo tal que refleje su verdadero precio social. Por otro lado, como en la actualidad la sustitución de activos a que nos hemos venido refiriendo se realiza en favor de la tenencia de moneda extranjera, con características de fácil negociabilidad, esa posibilidad eliminará una causa de inestabilidad en la balanza de pagos, cual es la producida por desplazamiento hacia moneda extranjera cuando hay un abrupto cambio en las expectativas de inflación.

Algunas otras consecuencias pueden preverse en la cuenta capital de la balanza de pagos. En la actualidad, parte del subsidio del crédito en el mercado organizado se dirige hacia empresas extranjeras que, de otra manera, se financiarían a través de los mercados mundiales. Por otra parte, la existencia de un mercado fluido de instrumentos de crédito, a través del arbitraje entre distintos activos, pondría a empresas nacionales y extranjeras en mayor situación de igualdad en cuanto al acceso al mercado internacional, y esto permitirá además la operación eficiente de ciertos mecanismos de ajuste automático en el corto plazo.

III. Conclusiones.

1. Hemos considerado, en primer lugar, el caso de *inflación perfecta*, y hemos descrito en detalle la índole de las sustituciones operadas entre dinero y otros activos, y la forma en que ellas acarrearán pérdidas de eficiencia, y por ende pérdidas en bienestar. Además, hemos formulado ciertas consideraciones sobre la medición de estas pérdidas, y sobre el mecanismo y las magnitudes en que la autoridad económica recauda fondos por la creación de dinero, especialmente cuando el factor de crecimiento es tenido en cuenta.

2. En segundo término, nos hemos referido al caso de la *inflación imperfecta*, cuando la imperfección proviene de variaciones en la tasa de inflación, y de distorsiones en el mercado de capitales. En este último caso, hemos puesto el acento sobre una segunda sustitución, que se superpone a la mencionada en 1., en este caso hacia activos denominados en términos reales, en desmedro de instrumentos de crédito.

Sumariamente, hemos dado cuenta de las consecuencias más importantes de esta segunda sustitución, y hemos enunciado algunos sencillos principios generales que en nuestra opinión apuntan hacia la deseabilidad de una reforma que tienda a eliminar esas distorsiones.

3. Finalmente, hemos mencionado en forma breve algunas de las consecuencias de una eventual acción en ese sentido.

IV. Apendices

1. Los costos de bienestar.²⁷

En una situación de *no crecimiento*, supongamos que la demanda por saldos monetarios reales totales sea de la forma:

$$(1) \quad m^d = \bar{K} \cdot Y \cdot e^{-b(r+E)}$$

Donde: Y = ingreso total real

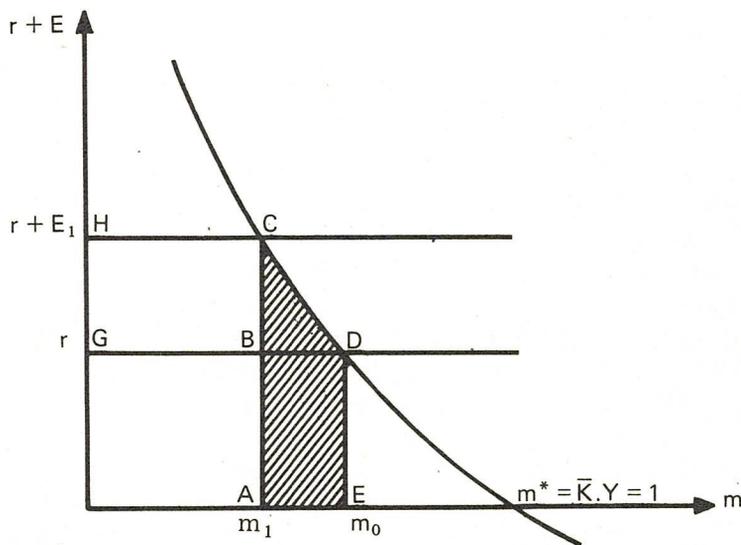
r = tasa de interés real

E = tasa de inflación esperada (igual a la observada para una tasa constante)

\bar{K} = una constante igual a la fracción de ingreso real mantenida en saldos monetarios, cuando $r + E = 0$. Elegimos \bar{K} de tal modo que $\bar{K} \cdot Y = 1$

Los costos en bienestar de una cierta recaudación $m \cdot \pi$ (HGBC en el gráfico 3.2 está dado por el área rayada ABCDE.

GRAFICO 3.2



El área ABCDE está dada por la integral de la inversa de la función (1).

Transformando (1) tenemos:

$$\ln m = -b(r+E) \therefore (r+E) = -\frac{\ln m}{b}$$

Integrando:

$$-\int_{m_0}^m \frac{\ln m}{b} = -\frac{1}{b} \{ e^{-br} (-br - 1) + e^{-b(r+E)} [b(r+E) + 1] \}$$

$$(2) \quad W_T = W_1 + W_2 = \frac{1}{b} e^{-br} [1 - e^{-bE} (1 + bE)] - e^{-br} \cdot r(e^{-bE} - 1)$$

donde W_1 y W_2 son las áreas CBD y ABDE, respectivamente. En sus cálculos originales de los costos, Bailey considera sólo la primera parte de esta expresión, (el triángulo BCD). Pero como ABDE no es un costo real, es decir, la disminución de saldos reales de m_0 a m_1

²⁷ Basado en Auernheimer, Leonardo, *A Note on the Welfare Costs of Inflation*, mimeo, 1970.

no libera recursos que puedan ser utilizados a su costo de oportunidad, corresponde considerar también esta parte en los costos totales.

Bailey considera, por ejemplo, un costo total de recaudación del 7% como un máximo tolerable. Supongamos que un país, teniendo en cuenta sólo la parte del costo (W_1), desea introducir este impuesto hasta que ese costo de recaudación es alcanzado, i.e., desea fijar la proporción:

$$\frac{W_1}{R} \approx 7\%$$

El cociente $\frac{W_1}{R}$, a partir de (2) es:

$$(3) \quad \frac{W_1}{R} = \frac{(1 + bE) - e^{+bE}}{-bE} \approx 0,07$$

Esto será así cuando $-bE \approx -0,14$. Pero, cuando $-bE \approx -0,14$, la proporción *no tenida en cuenta*, $\frac{W_2}{R}$, es:

$$(4) \quad \frac{W_2}{R} = \frac{r(e^{bE} - 1)}{E} = \frac{0,04509}{E}$$

Pero cuando $-bE = -0,14$, si $b = 1$ (en el caso de Colombia, $b = 0,87$; tomamos $b = 1$ como una aproximación).

$$E = \frac{-0,14}{-1} = 0,14 = 14\% \text{ por año.}$$

Pero cuando $E = 14\%$ la segunda parte del costo de recolección promedio,

$$\frac{W_2}{R}, \text{ es } \frac{W_2}{R} = \frac{r(e^{bE} - 1)}{E}$$

Si tomamos $r = 0,10 = 10\%$ para el caso de Colombia

$$\frac{W_2}{R} = \frac{(0,10)(e^{0,14} - 1)}{0,14} \approx \frac{(0,10)(1,15 - 1)}{0,14} \approx 0,10$$

Los costos totales por unidad recaudada, entonces:

$$\frac{W_1}{R} + \frac{W_2}{R} = 0,07 + 0,10 = 0,17$$

Es decir, más del doble de los costos *observados*, si sólo la primera parte (la porción del triángulo CBD) es tenida en cuenta.

Dentro de lo meramente aproximado de estas magnitudes, podemos concluir, por ejemplo, con que en el caso de Colombia, para

$$\begin{aligned} b &\approx 1 \\ r &\approx 0,10 \\ E &\approx 0,14 \end{aligned}$$

los costos promedio de bienestar, son de alrededor del 17% (i.e., por cada peso recaudado con la inflación, hay una pérdida de bienestar que podemos evaluar en 17 centavos). Es cierto que la tasa esperada de inflación promedio ha sido menor que el 14% pero esto compensa en algo la no consideración del crecimiento, que tiende a elevar los costos.

2. La recaudación por creación de dinero.

Bajo el supuesto simplificador de un sistema de 100% reservas (es decir, toda la recaudación va al gobierno), el total recibido por creación de dinero por período es:

$$(1) \quad \left(\frac{dM}{dt} \frac{1}{P} \right) = \frac{dM}{dt} \frac{1}{M} \frac{M}{P} = \frac{dM}{dt} \frac{1}{M} m$$

Donde M = total de saldos monetarios nominales
 P = nivel de precios
 m = total de saldos monetarios reales

Supongamos que la demanda por activos monetarios nominales per cápita es de la forma

$$(2) \quad \frac{M^d}{NP} = g(y) \cdot e^{-b\pi}$$

Donde N = población
 y = ingreso per cápita
 π = tasa esperada de inflación
 $b > 0$, un coeficiente.

Si $M = M^d$ (es decir, saldos monetarios deseados igual a actuales), y $\pi = \frac{dP}{dt} \frac{1}{P}$ (para una dada tasa de inflación constante, la tasa esperada igual a la observada):

$$(3) \quad M^d = N \cdot P \cdot g(y) \cdot e^{-b\pi}$$

$$(4) \quad \frac{dM}{dt} \frac{1}{M} = \frac{dN}{dt} \frac{1}{N} + \pi + n_y \left(\frac{dy}{dt} \frac{1}{y} \right)$$

Donde n_y = elasticidad ingreso de la demanda por saldos monetarios reales.

$$R_T = \left(\frac{dM}{dt} \frac{1}{M} \right) m = m \left(\frac{dN}{dt} \frac{1}{N} + n_y \frac{dy}{dt} \frac{1}{y} + \pi \right)$$

Llamando $\alpha = \left(\frac{dN}{dt} \frac{1}{N} + n_y \frac{dy}{dt} \frac{1}{y} \right)$ (el factor de crecimiento):

$$(5) \quad R_T = m(\alpha + \pi) = N \cdot g(y) e^{-b\pi} (\alpha + \pi)$$

Diferenciando (5) con respecto a la tasa de inflación π :

$$\frac{\partial R_T}{\partial \pi} = N g(y) e^{-b\pi} - b \pi N g(y) e^{-b\pi} - b \alpha N g(y) e^{-b\pi} = m(1 - \pi b - \alpha b)$$

y para un máximo, $\frac{\partial R_T}{\partial \pi} = 0$, será necesario y suficiente que $1 - \pi b - \alpha b = 0$

$$\text{i. e.,} \quad \pi = \frac{1}{b} - \alpha \quad \text{q. e. d.}$$

Parte II

NECESIDADES DE MOVILIZACION DE AHORRO
PARA EL DESARROLLO COLOMBIANO

Capítulo 4

PLAN TRIENAL DE DESARROLLO Y EL AHORRO

Por EDUARDO SARMIENTO

I. Introducción.

La experiencia de Colombia y de otros países muestra que un aumento en el empleo y en los servicios que representan un mayor bienestar de la comunidad requiere de un aumento en el producto interno bruto acompañado de una mejor distribución del ingreso.

El logro de este objetivo se obtiene a través de la concurrencia de factores sociales y económicos, que actuando armónicamente alcanzan las metas propuestas. Es indispensable, por lo tanto, tener en cuenta que cambios en las instituciones sociales deben ser consecuentes con las metas de la política económica y que a su vez dicha política se apoye en la estructura social sobre la que actúe. Es así como una elevada tasa de crecimiento del producto interno bruto debe estar acompañada por una mejor distribución del mismo con el fin de que los beneficios se extiendan a toda la población.

Sin embargo, no siempre una política de redistribución del ingreso está acompañada por un aumento en la tasa de crecimiento del producto, como consecuencia de la alta propensión a consumir de las clases más pobres. Por ello es indispensable un manejo cuidadoso de las variables relevantes para los cambios en la distribución y tasa de crecimiento del producto interno bruto.

En la práctica, el ahorro constituye una de las más importantes de estas variables, por cuanto es un factor determinante del crecimiento del producto y está determinado por la distribución del ingreso.

En Colombia y dentro del Plan de Desarrollo Económico, se plantea el mejoramiento de la distribución del ingreso, tratando de evitar al mismo tiempo una caída en el ahorro total como consecuencia de altas propensiones a consumir en los estratos más bajos del mismo. Para lograr esta meta es indispensable alentar el ahorro de las clases de menores ingresos introduciendo tasas de interés que premien el sacrificio del consumo presente, con el fin de compensar la caída del mismo en los estratos más altos.

Dentro de este documento se tratarán en primera instancia las relaciones existentes entre diferentes tasas de crecimiento del PIB y los niveles de empleo y desempleo que son consecuencia de las mismas, encontrando que el crecimiento indispensable para disminuir el desempleo absoluto, es el propuesto por el Plan de Desarrollo.

En consecuencia y como segundo punto se verán los niveles de inversión necesarios para lograr esta tasa, basándose en el modelo econométrico utilizado en el Plan de Desarrollo.

Finalmente se enumerarán las características del ahorro interno y externo que son indispensables para lograr un crecimiento del 7.5 % en el PIB y las políticas que llevan consigo la elevación en la tasa del ahorro interno.

II. Metas de crecimiento.

Partiendo de la base de que la productividad por persona, definida como el PIB a precios constantes sobre la población ocupada, crecerá a una tasa de 3.0 % durante los próximos tres años, se pueden lograr estimaciones acerca de empleo total, a partir de ciertos crecimientos porcentuales en el PIB.

Cabe anotar que el crecimiento de la productividad determinada para el próximo trienio es mayor que el observado históricamente, lo cual es consistente con la experiencia de otros países subdesarrollados. Ello se debe por un lado, a efecto de la acumulación de capital sobre el crecimiento del producto, y por otro, a efectos exógenos asociados con la innovación tecnológica.

Dado que se espera un aumento muy considerable en la tasa de crecimiento de la productividad, es indispensable un esfuerzo notorio en cuanto al crecimiento del PIB, puesto que de otra manera ello significaría una desventaja en términos de la tasa de desempleo.

Teniendo en cuenta estos hechos, se pueden calcular los niveles absoluto y relativo de desempleo a partir de diferentes tasas de crecimiento en el PIB, como se aprecia en el cuadro 4.1.

Se destaca el hecho de que con tasas de crecimiento en el PIB de 7.0 % y 7.5 % la tasa relativa de desempleo disminuye en los tres años a los cuales se refiere el Plan de Desarrollo; sin embargo, solamente cuando se crece a 7.5 % o más, disminuye el nivel absoluto de desempleados, que es la meta a corto plazo consistente con la de pleno empleo a largo plazo.

III. Políticas requeridas para lograr un crecimiento de 7.5% anual en el PIB.

1. *Cálculo de las necesidades de inversión. El modelo utilizado.*

Por medio del establecimiento de relaciones del comportamiento de la inversión con respecto al PIB, es factible encontrar cuál es el nivel de demanda de la primera dado el crecimiento del último.

La utilización de modelos econométricos es uno de los medios más adecuados para realizar este propósito y en consecuencia el Departamento Nacional de Planeación ha desarrollado uno para la economía colombiana en colaboración con el doctor Alberto Musalem, de la Misión Harvard.

El modelo Musalem es una contribución importante al conocimiento de la economía colombiana y su carácter pionero indica un camino en el futuro desarrollo de los modelos macroeconómicos. Las limitaciones de los datos implican un número considerable de supuestos cuyas consecuencias entraremos a analizar.

El modelo está representado por las ecuaciones (1), (2), (3) . . . (10). De estas ecuaciones se deduce que la demanda agregada está compuesta por el consumo privado, la inversión, los gastos del gobierno y las exportaciones. La inversión, a su vez, está dividida en inversiones en maquinaria, inversiones en equipo de transporte, inversiones en edificios e inversiones en otras construcciones. Los gastos del gobierno están compuestos por gastos de inversión y de consumo.

CUADRO 4.1 — PROYECCIONES DE DESEMPLEO PARA DIFERENTES TASAS DE CRECIMIENTO DEL P. I. B.¹

Producto Interno Bruto					
Años	7.5	7.0	6.5	6.0	5.5
1971	41.531	41.336	41.143	40.950	40.756
1972	44.644	44.230	43.817	43.407	42.998
1973	47.992	47.326	46.665	46.011	45.363
1974	51.542	50.639	49.699	48.772	47.858
Empleo (Miles)					
Años	7.5	7.0	6.5	6.0	5.5
1971	6.197	6.168	6.139	6.111	6.082
1972	6.468	6.408	6.348	6.289	6.230
1973	6.751	6.657	6.564	6.472	6.381
1974	7.070	6.895	6.767	6.641	6.517
Desempleo absoluto (Miles)					
Años	7.5	7.0	6.5	6.0	5.5
1971	518	547	576	504	633
1972	490	550	610	669	728
1973	459	553	646	738	829
1974	445	575	703	829	953
Tasas de desempleo (Porcentual)					
Años	7.5	7.0	6.5	6.0	5.5
1971	7.7	8.1	8.5	9.0	9.4
1972	7.0	7.9	8.8	9.6	10.5
1973	6.4	7.7	9.0	10.2	11.5
1974	6.0	7.7	9.4	11.1	12.7

¹ Las productividades por persona consideradas son: 1971, 6.701; 1972, 6.902; 1973, 7.109; 1974, 7.322.

Como puede verse, el modelo carece de ecuaciones de oferta, lo cual implica que la producción se ajusta a cualquier cambio en la demanda y por lo tanto el producto bruto es determinado por ella. Este supuesto está implícito en el modelo keynesiano de desempleo, en el cual un aumento en la demanda determina un aumento en el nivel de precios, reduciendo los salarios reales, y dando lugar al incremento en la producción requerido para satisfacer la demanda. De modo que el ajuste requiere un proceso inflacionario y una reducción en los salarios reales. Dado el comportamiento sindical en Colombia, es muy dudoso que ocurra una reducción en los salarios reales, pues es de esperarse una reacción tendiente a neutralizar el aumento en el costo de vida. Por lo tanto es probable que el supuesto keynesiano de ajuste a través de los salarios no opere en el caso colombiano, lo cual se manifestaría en una tendencia inflacionaria ocasionada por un exceso de demanda insalvable.

Es importante anotar que la sola existencia de exceso de capacidad no es suficiente para justificar el aumento de la producción, pues una vez que el capital ha sido instalado, las decisiones futuras dependen fundamentalmente de los factores variables. En el caso del desempleo en Colombia se puede identificar una situación en que los trabajadores con algún entrenamiento se encuentran empleados, de modo que el grupo de desempleados puede con-

siderarse integrado por individuos con productividad menor a la de los empleados. Dado que el salario monetario es fijo, el costo por unidad de producto asociado con un desempleado es mayor que el correspondiente a los empleados. Por esta razón, aún en el caso de exceso de capacidad, un aumento en la demanda implica un aumento en la producción siempre y cuando los precios de los bienes aumenten en relación al salario monetario.

Dada la rigidez de los salarios reales, el modelo puede justificarse únicamente si el ahorro que determina el aumento en la demanda puede canalizarse hacia inversiones asociadas con un aumento en la productividad suficiente para aumentar la oferta en una cantidad igual a la demanda. En este caso el aumento de la producción y la demanda ocurriría sin necesidad de ajuste en los precios.

De los argumentos mencionados anteriormente se concluye que los resultados del Plan de Desarrollo obtenidos a través del modelo Musalem, requieren que el ahorro sea orientado hacia aquellas inversiones que determinan un incremento en la producción igual al de la demanda. Teniendo en cuenta que no existe información que permita inferir el efecto del ahorro en el sector productivo, los resultados del ahorro derivados del modelo Musalem, representan el mínimo necesario para obtener las tasas de crecimiento del producto bruto propuestas en el Plan de Desarrollo.

Para mayor información respecto a la cuantificación del modelo se puede consultar el anexo.

Con las características anotadas anteriormente sobre los resultados del modelo se optó por calcular los máximos relativos del mismo como el volumen de inversión más probable, teniendo en cuenta el comportamiento histórico de esta serie.¹

Los niveles resultantes de esta operación se pueden observar en el cuadro 4.2.

CUADRO 4.2 – NIVELES DE INVERSION REQUERIDOS PARA UN CRECIMIENTO DE 7.5 EN EL P.B.I.

Años	Cambios en inventarios	Inversión en maquinaria	Inversión en equipo de transporte	Inversión en edificios	Inversión en otras construcciones	Inversión total
1971	1.488	3.964	2.111	2.386	1.237	11.186
1972	1.545	4.457	2.194	2.520	1.329	12.047
1973	1.667	4.795	2.667	2.667	1.427	12.893

Los montos de inversión calculados representan alrededor del 27 % del PIB, mientras que la importancia relativa histórica de la misma es alrededor del 20 %. Se destaca entonces, el esfuerzo que se debe realizar para lograr una tasa de crecimiento del 7.5 % teniendo en cuenta que la histórica ha sido del 5%.

Dado que las ecuaciones con las cuales el modelo cubre la inversión son ecuaciones de demanda, y por lo tanto, expresan el crecimiento de los cuatro rubros constituyentes de la inversión como el comportamiento de los demandantes ante un crecimiento dado del PIB. No se está previendo el efecto que sobre la producción pueda tener un aumento de la formación de capital fijo. Sin embargo, la variedad de relaciones capital-producto en los diferentes sectores permite suponer que a través de un cuidadoso manejo de la inversión es posible obtener el aumento de la producción requerido para satisfacer la demanda.

Por esta razón el Departamento Nacional de Planeación ha emprendido una serie de estudios con el propósito de obtener una mayor claridad al respecto.

¹Para calcular este tipo de requisito se han sumado los errores standar a los parámetros positivos, y restado a los negativos en las ecuaciones 3, 4, 5, 6 y 7 del modelo descrito en el anexo.

CUADRO 4.3 – TRANSACCIONES CORRIENTES CON EL RESTO DEL MUNDO
(Miles de US\$ constantes de 1958)

Exportaciones						
Año	Café	Petróleo	Nuevas	No. registradas	Servicios	Total
1971	408.3	54	245	35	227	988
1972	417.8	50	269	35	240	1031
1973	427.5	42	296	35	252	1072

Importaciones				
Año	Bienes y servicios	Ingresos por inversiones	Déficit de la nación en cuenta corriente	Ahorro externo en miles de pesos constantes de 1958. ¹
1971	1045	167	302	1921
1972	1123	179	271	1724
1973	1207	192	326	2073

¹ Déficit multiplicado por la tasa de cambio de 1958 de 1.00 de dólar por 6.36 pesos

Haciendo esta salvedad y teniendo en cuenta los montos propuestos de inversión, gracias a la igualdad ahorro-inversión es factible determinar los niveles de ahorro interno y externo para cubrir dicha igualdad.

2. Ahorro interno y ahorro externo.

Dado que la inversión se financia únicamente con ahorro, es indispensable adentrarse en la composición del mismo. En efecto, es factible determinar el nivel del ahorro interno a partir del ahorro externo, con un nivel fijo de inversión.

Para el cálculo del ahorro externo se deben tener en cuenta las entradas y salidas corrientes del resto del mundo. Las primeras están representadas por las exportaciones de bienes y servicios, y las segundas por las importaciones de bienes y servicios y los pagos netos a factores de la producción del resto del mundo. El balance de los dos montos determina el superávit o déficit que con signo opuesto constituye el ahorro o desahorro del país con respecto al exterior.

En esta forma definido, el ahorro externo se determina conociendo el monto de las exportaciones y las importaciones, además de los pagos netos externos por factores de la producción. Para tal efecto, estos rubros se han calculado en forma exógena al modelo con los resultados presentados en el cuadro 4.3.

La calidad de exógenos que tienen los rubros componentes de la cuenta del sector externo, se debe fundamentalmente a la especial situación de los precios internacionales del café y a la experiencia que hay en los últimos años con respecto al crecimiento de las exportaciones menores.

En efecto, el significado de las elevaciones o caídas de los precios internacionales del café es muy específico sobre el monto en dólares de las exportaciones, con lo cual y dadas ciertas expectativas de precios, se hace relativamente fácil determinar el nivel de ventas de grano al exterior. Teniendo en cuenta la experiencia de los últimos meses, las exportaciones menores se han hecho crecer a una rata anual del 10 % con una perspectiva pesimista. Por parte de las importaciones se ha observado que la relación existente entre las mismas y el PIB se ha mantenido aproximadamente constante a través del tiempo, mientras que la tasa de crecimiento del PIB ha tenido variaciones de magnitud considerable.

CUADRO 4.4 — AHORRO INTERNO, AHORRO EXTERNO
Y AHORRO TOTAL

Año	Ahorro interno	Ahorro externo	Ahorro total
1971	9265	1921	11.186
1972	10323	1724	12.047
1973	10820	2073	12.893

Esta tendencia histórica indica que un aumento en la producción, requiere un aumento proporcional de las importaciones. Además, como la demanda por importaciones depende del índice de liberación y de la tasa de cambio del dólar, es importante un control cuidadoso de estas variables, por parte del gobierno, para evitar que la demanda exceda los requisitos de producción. Los cálculos de las importaciones se realizaron con un coeficiente de 0.16 que corresponde a la relación entre importaciones y el PIB más alto en la historia del país.

El ahorro externo resultante de estos supuestos principales es bastante mayor proporcionalmente y exige por lo tanto un endeudamiento externo más alto.

El ahorro interno fué determinado por diferencia entre los niveles de inversión ya anotados y las proyecciones sobre el ahorro externo, como se puede observar en el cuadro 4.4.

A pesar de la disminución de la importancia relativa del ahorro interno con respecto al ahorro total, el crecimiento exigido al primero en relación al comportamiento histórico de su nivel, es alto y por lo tanto deben existir políticas adecuadas a una propensión a ahorrar mayor por parte de la comunidad y el gobierno.

Adicionalmente, si en un momento dado la economía se ve ante la exigencia de disminuir el ahorro externo reemplazándolo por ahorro interno, la aplicación de políticas que incentiven a este último se hace más exigente al respecto, además de implicar un crecimiento mayor de las exportaciones.

IV. Recomendaciones generales.

Las recomendaciones que se pueden formular dadas las consideraciones anteriores se pueden referir a dos temas concretos. Uno relativo a la inversión y otro al ahorro.

En el primero de ellos es indispensable recordar que el monto de la inversión es determinante del nivel de ahorro y en consecuencia que una eficiente distribución de la formación de capital, fijo en sectores y regiones podría disminuir los requerimientos de inversión necesarios para hacer crecer el PIB a una tasa anual de 7.5 % y por lo tanto reducir los esfuerzos de ahorro por parte de los sectores de origen del mismo. Por lo tanto, es indispensable realizar estudios concienzudos sobre la productividad sectorial de las inversiones y sobre la capacidad instalada no utilizada del equipo existente, tendientes a obtener criterios específicos para la canalización del ahorro hacia las actividades más productivas y de los incentivos de producción hacia los sectores menos dinámicos.

En el Plan Trienal de Desarrollo están consignados los criterios de costo social que determinarían la localización de inversiones tanto regional como sectorialmente.

Sin embargo, la realización de estudios tendientes a conocer la rentabilidad de tales inversiones desde el punto de vista social requiere la existencia de estadísticas muy completas y encaminadas a tal fin, requisito que no llenan, en la mayoría de los casos, los datos recolectados por entidades particulares, que son las fuentes que en forma más frecuente tiene que utilizar el investigador, así como de las entidades oficiales productoras de estadísticas.

El papel del gobierno en los casos en que se determine la discrepancia entre costos sociales y privados de determinado proyecto será la aplicación de incentivos que muevan a los inversionistas a tomar en cuenta la posibilidad de realizar proyectos de alta rentabilidad para la comunidad, dadas las metas de desarrollo económico y social.

Pero es quizás en lo concerniente al ahorro en donde es posible formular recomendaciones más concretas y seguramente más exitosas, dado el estado actual de distorsión de ese mercado.

En capítulo anterior se hizo referencia a la gran división de los fondos de financiación de la inversión entre ahorro interno y ahorro externo. Este último se consideró como una magnitud que depende de ciertas características estructurales de la economía colombiana que demanda un volumen mínimo de importaciones por período, tanto de materias primas para ser usadas como insumo en las industrias de transformación, como de bienes de capital para reemplazo y ensanche de la capacidad de tales industrias. Al mismo tiempo, la estructura de exportaciones es bastante rígida a cambios en la oferta debido principalmente al carácter de los productos que la componen, sometidos a cuotas fijas unos, a escasa demanda mundial otros, y todos ellos a un constante deterioro del precio internacional. En tales circunstancias es fácil prever que, por lo menos en el corto plazo que aquí nos concierne, los ingresos de divisas serán insuficientes para el normal desarrollo de la economía y de los servicios de factores de la producción que colaboran en la actividad generadora del PIB. Esto se traduce en que parte de la inversión de los próximos períodos será financiado con ahorro del sector externo lo cual implica un endeudamiento de nuestra economía con el resto del mundo.

El Gobierno se halla empeñado en un fomento de las exportaciones que no se encuentran sometidas a factores limitantes como cuotas, escasez de demanda y deterioro de precios, en tanto que cuenta con la capacidad de restricción de las importaciones, tanto en su volumen como en su composición, permitiéndole asegurar un uso adecuado de las escasas divisas internacionales. Desafortunadamente los resultados de estas políticas solo pueden ser efectivos en el largo plazo debido a los factores estructurales anotados. Las características de rigidez de los rubros inversión bruta interna y ahorro externo, hacen que las posibilidades de aumento se cifren exclusivamente en la capacidad de expansión del volumen de ahorro interno.

A este respecto se han tomado algunas medidas en el sector público encaminadas a fortalecer dicha capacidad de ahorro. Es así como se han creado mecanismos institucionales, como el Fondo Nacional de Ahorro, que capta ahorros de los empleados públicos, al tiempo que se sigue una política de austeridad en los gastos corrientes. Pero el mayor énfasis, por tratarse del grupo económico más fuerte y numeroso, debe ser puesto en el ahorro que realicen las unidades del sector privado, tanto individuos como empresas; además por tratarse del sector en donde se encuentran las mayores distorsiones en esta materia, las soluciones a los problemas que aquejan al mercado de capitales privados son las más urgentes.

El problema fundamental a este respecto se puede resumir en muy pocas palabras. Existe una distorsión entre los precios del consumo presente y el consumo futuro que enfrentan las unidades económicas y la utilidad marginal que dichos consumos representan para tales unidades. O en otras palabras, la utilidad que da el ingreso adicional que recibiría en el futuro una persona que se priva de consumir un peso hoy para dedicarlo al ahorro, no compensa el costo que representa para ese individuo la privación del consumo, pues el ingreso adicional es muy bajo y en algunos casos, negativo, dado que tanto el peso ahorrado como los intereses recibidos se encuentran expuestos a la mengua en valor causada por el aumento de los precios en la economía. Por ejemplo personas que guardan su dinero en forma de depósitos de ahorro y que al final del período reciben \$1.04 por cada

peso, pero con ello pueden adquirir productos por valor de \$0.90, a los precios del momento en que resolvieron privarse de consumir un peso adicional.

Existe entonces la necesidad de revisar los precios que están pagando las diferentes instituciones a las personas que les confían sus ahorros y asegurarse de que son compensados adecuadamente, con miras a establecer una situación de competencia por tales depósitos. Pero como esto implicaría aumentos en los costos para aquellas instituciones que tuvieran que aumentar las tasas de interés que pagan, hay que estudiar, simultáneamente la capacidad que tienen para elevar estos pagos, dados los ingresos con que cuentan en la actualidad.

Muchas de esas instituciones se encuentran en situación similar a sus depositantes, teniendo que invertir forzosamente en papeles de muy baja rentabilidad. Si esta situación se corrigiera quizás estarían en capacidad de hacer lo propio con las tasas de interés pagadas sobre depósitos. Se ve claramente por lo anterior, que es necesario hacer un estudio concienzudo de todas y cada una de las instituciones que se encuentran involucradas en el problema dada la interrelación en sus operaciones.

El Departamento Nacional de Planeación inició un estudio de esa naturaleza tendiente a medir la capacidad de las instituciones financieras para pagar tasas de interés a sus depositantes, acordes con el rendimiento del capital en otras actividades y teniendo en cuenta que sus propios ingresos mejoran por cambios en las disposiciones que restringen actualmente los rendimientos de sus fondos disponibles para invertir. Se diseñó para tal fin una metodología que consiste en estimar la rentabilidad de la institución en un período, dadas las condiciones actuales, y analizar luego, los cambios en dichas rentabilidades causados por modificaciones en las tasas de interés pagadas sobre los fondos de financiación y las obtenidas por cada una de las diferentes formas de inversión de esos fondos. De esta forma es posible recomendar la introducción de diferentes cambios considerados necesarios, de acuerdo al efecto que tengan sobre las utilidades de la institución.²

Pero es necesario una decidida colaboración proveniente de las partes interesadas no solo durante la realización del estudio, proporcionando datos y ayuda técnica, sino además, posteriormente, en la adopción de modificaciones que se consideren conjuntamente como las más ventajosas.

Otras de las distorsiones existentes, además de las ya descritas, son las causadas por disposiciones que discriminan en contra de los ahorristas de bajos ingresos. Es el caso de las exenciones de impuestos sobre rentas generadas por algunos papeles, que hacen que las tasas reales de interés que recibe la persona o entidad antes de impuestos, sea mayor a medida que ella ascienda en la escala de ingreso. Este hecho se ve acentuado por el problema de la falta de información y acceso de los ahorristas de bajos ingresos a las formas más rentables de ahorro.

En su empeño por redistribuir el ingreso hacia las clases pobres, el Departamento Nacional de Planeación ha recomendado que se deben tomar medidas para la eliminación de tales distorsiones.

En lo concerniente a las disposiciones que reglamentan la utilización de los fondos, las más obligantes son las llamadas *inversiones forzosas* que inmovilizan en muchos casos parte muy importante de los fondos en compra de papeles de baja rentabilidad. Otras se refieren a los *préstamos de fomento*, también a tasas menores que las que rigen para préstamos ordinarios, buscando con ello subsidiar determinadas actividades consideradas

²Hasta el momento solo se han hecho estudios de bancos comerciales y corporaciones financieras. Actualmente se está adelantando otro de bancos de fomento.

en desventaja y a la vez necesarias para el desarrollo de la economía. Sin embargo no está absolutamente comprobada tal desventaja relativa frente a otras actividades, y lo que es más, existen serias dudas tanto por parte de las instituciones prestamistas como por parte del Gobierno, en cuanto a la efectiva utilización de esos fondos en las actividades para las cuales fueron obtenidos a bajo interés.

Estos hechos, sumados a la posibilidad de subsidiar las actividades que realmente lo necesiten, en formas más directas que no den pie a usos indebidos de los subsidios, plantean la necesidad de revisar a fondo tales disposiciones.

Finalmente, el Gobierno está empeñado en la producción y creación de estructuras que faciliten y canalicen los deseos de ahorro de las personas. En este sentido se han presentado proyectos como el de Fondos Regionales de Capitalización que buscan captar los ahorros de los trabajadores de la empresa privada y dirigirlos a actividades que aseguren un desarrollo regional armónico a la vez que paga a sus afiliados tasas remunerativas que compensan ampliamente su esfuerzo de privación del consumo presente en áreas de un aumento de la capacidad de consumir en el futuro.

V. Anexo.

1. Modelo de Demanda.

En el Departamento Nacional de Planeación se ha elaborado un Modelo de Demanda tipo Keynesiano con el fin de tener un auxiliar práctico para predecir el impacto de determinados cambios en variables de política económica.

Con base en fenómenos económicos observados en el pasado, el modelo muestra una estructura de la economía y con ese conocimiento y el juicio del experto, se tiene una contribución empírica útil para la interpretación del curso de la economía.

El modelo consta de diez ecuaciones simultáneas y diez incógnitas.

$$(1) \quad C = -2235 + 0.942(X - T) + 10772E + 1056L + 96.t_0$$

(906) (0.06) (3189) (421) (46)

$$R^2 = 0.998$$

$$(2) \quad T = -1527 + 0.192X + 396.2Z/P$$

(451) (0.02) (91.5)

$$R^2 = 0.95$$

$$(3) \quad \angle K_{sc} = -782 + 0.0235X + 803L + 3719 \angle E - 314 F$$

(469) (0.013) (338) (2530) (113)

$$R^2 = 0.58$$

$$(4) \quad \text{Inv. maq.} = 218.4 + 0.0915X + 1088.L - 230.1Z/P - 216.7 \text{ Créd. café}$$

(535) (0.015) (324) (51) (178.7)

$$R^2 = 0.79$$

$$(5) \quad \text{Inv. eq. trans.} = 143.9 + 0.031X + 715.8L - 64.8Z/P - 318.8 \text{ Créd. café}$$

(413) (0.012) (250) (39.4) (138)

$$R^2 = 0.60$$

$$(6) \quad \text{Inv. edif.} = 566 + 0.04555X - 3717E - 0.35GI$$

$$(153) \quad (0.007) \quad (1430) \quad (0.17)$$

$$R^2 = 0.82$$

$$(7) \quad \text{Inv. otras cons.} = -10.8 + 0.0169X - 2197E + 82.3 \text{ Créd. café} + 0.12GI$$

$$(47) \quad (0.003) \quad (780) \quad (49.1) \quad (0.07)$$

$$R^2 = 0.90$$

$$(8) \quad \text{Imp. bienes} = -682 + 168X + 2413L - 217.9Z/P + 433F$$

$$(9) \quad \text{Imp. serv.} = 91.9 + 0.0645X - 92.8Z/P$$

$$(148) \quad (0.006) \quad (30.1)$$

$$(10) \quad X = C + \angle ksc + \text{Inv. maq.} + \text{Inv. eq. trans.} + \text{Inv. edif.} + \text{Inv. otras cons.} + GI$$

$$+ GC + \angle K \text{ otros} + \text{Exp.} - \text{Imp. bienes} - \text{Imp. servicios}$$

Definición de las variables.

C	= Consumo privado
\angle KSA	= Acumulación de inventarios en sociedades anónimas
\angle K otros	= Acumulación de inventarios otras sociedades
Inv. maq.	= Inversión privada en maquinaria
Inv. eq. trans.	= Inversión privada en equipo de transporte
Inv. edif.	= Inversión privada en edificios
Inv. otras cons.	= Inversión privada en otras construcciones
T	= Transferencias netas del sector privado al sector gubernamental (Imp. directos, indirectos, transferencias, etc)
Imp. bienes	= Importación de bienes
Imp. servicios	= Importación de servicios
X	= Producto interno bruto
GI	= Gastos de inversión del Gobierno
GC	= Gastos de consumo del Gobierno
Exp.	= Exportaciones
L	= Índice de liberación de importaciones (Índice de la variación de las cuotas de importación al variar la disponibilidad de divisas)
T ₀	= Tendencia; 1950 = 1
E _t	= Expectativas de inflación. Se define como:

$$E_t = (.2) \sum_{i=0}^n (0.8)^i \left(\frac{\angle P}{P} \right)^{t-i-1}$$

E _{t-1}	= Expectativa de inflación del período (t - 1)
P	= Índice de precios en base al año de 1958
Café	= Incremento en crédito cafetero sobre el incremento en la oferta monetaria. $\text{Café} = \frac{\text{Créd. café}}{M}$
Z	= Costo efectivo de importación. Se define como: $Z = TC \cdot (1 + t + d)$
Donde TC	= Tasa de cambio nominal
t	= Tarifa arancelaria ponderada

- d = Costo de oportunidad promedio ad-valorem de los depósitos previos de importación
- Z/P = Costo efectivo real de importaciones
- F = Variable ficticia, mide los cambios en los precios del café en períodos de alza

Variables utilizadas como exógenas.

E_t	Z/P	GC
E_{t-1}	F	L K otros
L	Café	X
t_0	GI	

2. Descripción del Modelo.

La primera ecuación es la de consumo privado, la cual depende del ingreso disponible, de la expectativa de inflación, del índice de liberación de importaciones y de una tendencia secular.

El ingreso disponible actúa directamente sobre el consumo. A un mayor ingreso disponible corresponde un mayor nivel de consumo. El ingreso disponible se define como la diferencia entre el producto nacional bruto menos los pagos hechos por el sector privado al gobierno en forma de transferencias e impuestos.

La expectativa de inflación actúa directamente sobre el consumo, de tal manera que entre mayor sea la expectativa de crecimiento sostenido en los precios, el hábito de consumo tenderá a aumentar y el ahorro privado a deteriorarse.

El índice de liberación se entiende como la cantidad de divisas disponibles para adecuar las cuotas de importación. Cuando aumenta dicha disponibilidad de divisas el consumo privado de importaciones tiende a aumentar.

Finalmente, el consumo aumenta según cierta tendencia secular. La segunda ecuación representa los impuestos y transferencias pagados por el sector privado al sector público. Dependen directamente del nivel del producto bruto y del costo efectivo de importación. Al aumentar el producto interno bruto aumentan los pagos al sector público. Al observar la definición del costo efectivo de importación, se puede ver que depende de la tarifa arancelaria ponderada y promediada, la cuál implica incrementos de pagos del sector privado al público.

La tercera ecuación representa los cambios de inventarios en las sociedades anónimas, los cuales dependen positivamente del producto interno bruto, del índice de liberación y de los cambios en expectativas de inflación. Asimismo, son función de una variable ficticia F que representa cambios en los precios cafeteros. Cuando F tiene un valor de (1) uno, esto indica que los precios del café son altos, lo cual incide en que la acumulación de inventarios tienda a disminuir.

Las ecuaciones (4), (5), (6) y (7) representan la inversión privada dividida en maquinaria, equipo de transporte, edificios y otras construcciones. Todas ellas dependen del tamaño del producto interno bruto. La inversión en equipo de transporte y maquinaria está sujeta a restricciones en las importaciones y depende del índice de liberación y del costo efectivo de importación. El crédito obtenido por el sector cafetero afecta negativamente la inversión en

otros sectores, ya que disminuye la oportunidad de tener un nivel mayor de crédito y aumentar la inversión.

Las inversiones en edificios y construcciones dependen también de los gastos de inversión del gobierno, muchos de los cuales se hacen en construcción por el sector privado.

La ecuación octava representa la importación de bienes y es función del producto bruto, del índice de liberación y del costo efectivo de importar, lo mismo que de la variable ficticia F , que mide el efecto de un alza en precios del café, la cual aumenta la cantidad de divisas y el volumen de importaciones.

La importación de servicios depende del producto y del costo efectivo de importación. Cuando este último aumenta se disminuyen las importaciones.

La última ecuación representa una identidad. El producto es igual a la suma de las nueve variables dependientes restantes más los gastos de consumo privado y más acumulación de inventarios de sociedades no anónimas.

Capítulo 5

EL CONSUMO Y EL AHORRO FAMILIAR EN CUATRO CIUDADES COLOMBIANAS

Por RAFAEL PRIETO DURAN

I. Introducción.

En Colombia, al igual que en muchos otros países, los datos de consumo y ahorro personal son muy deficientes. La razón de esta deficiencia radica principalmente en la insuficiencia de información para realizar los estimativos.

La principal fuente de información sobre la magnitud de estas variables procede de las cuentas nacionales, las cuales son estimadas por el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República. A pesar del esfuerzo realizado por esa entidad para mejorar estos cálculos, es todavía el momento en que tanto el consumo como el ahorro se obtienen residualmente. Esto es, los gastos de consumo privado se calculan como “residuo entre el valor del producto interno bruto, a precios de mercado, y la formación bruta de capital, los gastos de consumo del gobierno y las exportaciones netas de mercaderías y servicios”.¹ De otro lado, el ahorro es lo que queda al deducir del ingreso disponible los gastos de consumo privado, que como se ha visto estos últimos, también se obtienen en forma residual.

Unido a la deficiente información del ahorro y consumo personal se halla el total desconocimiento acerca de los determinantes de estas variables. Es decir, no se sabe qué variables distintas al ingreso pueden influir sobre el ahorro o el consumo. Los intentos realizados hasta ahora no van más allá de la simple estimación de una función de ahorro o consumo con base en las series históricas de ahorro o consumo e ingreso disponible.

Con el propósito de arrojar cierta evidencia sobre el comportamiento de estas variables fundamentales, en este trabajo se intentará determinar en forma exploratoria, la magnitud del ahorro y el consumo personal según distintos niveles de ingresos y qué otras características de la población pueden ser determinantes de su cuantía. Dicho objetivo se lograría con

Nota: Este trabajo forma parte de los estudios que sobre ingresos y gastos familiares viene desarrollando el CEDE. Para dicho trabajo se ha contado con la cooperación amplia del Banco de la República que patrocinó -en unión con la OEA- un simposio sobre Mercado de Capitales en marzo de 1971; uno de los temas del mencionado simposio era el relativo al ahorro familiar en Colombia. Desafortunadamente, causas imprevistas impidieron la presentación de los resultados que hoy se entregan.

El autor quiere expresar su reconocimiento al doctor Francisco J. Ortega por sus valiosas sugerencias en el curso de la investigación; al economista Jorge Sapoznikow quien tuvo a su cargo las labores de cómputo, igualmente al doctor Rafael Isaza, por sus valiosos comentarios y por su interés en el desarrollo de la investigación; y a la señora Laura de Rivera por su especial cuidado y dedicación en la labor de mecanografía.

¹ Banco de la República. *Cuentas Nacionales* 1950 - 67, pág. 5.

CUADRO 5.1 - DISTRIBUCION DE LAS ENCUESTAS REALIZADAS POR CIUDADES, TRIMESTRES Y ESTRATOS

Trimestres	Estratos							
	Alto	Medio	Bajo	Total	Alto	Medio	Bajo	Total
	Bogotá				Cali			
1	48	93	118	259	56	70	133	259
2	20	63	91	174	34	43	76	153
3	24	70	90	184	41	44	80	165
4	27	68	86	181	33	43	74	150
Total	119	294	385	798	164	200	363	727
	Barranquilla				Medellín			
1	43	58	99	200	61	91	133	285
2	27	41	68	136	34	54	76	164
3	36	44	70	150	36	57	84	177
4	29	50	71	150	35	45	82	162
Total	135	193	308	636	166	247	375	788

Fuente: CEDE, *Encuestas de gastos e ingresos familiares: Bogotá, Barranquilla, Cali y Medellín*. Mayo 1967 - Mayo 1968.

los datos de la Encuesta de Presupuestos Familiares realizada por el CEDE, en el año de 1967, en las ciudades de Bogotá, Barranquilla, Cali y Medellín (cuadro 5.1).

Si bien es cierto que existe una limitación geográfica desde el punto de vista de la generalización de las conclusiones, los resultados de este ensayo son un buen indicador del comportamiento de las familias en los principales centros urbanos del país. Esta aproximación se basa en la posición e importancia de las ciudades investigadas. Por ejemplo, según el censo de población de 1964, estas cuatro ciudades representaban el 20.5% de la población total del país y el 39.1% de la población urbana.

II. Aspectos metodológicos.

1. Diseño de la muestra y ajustes de los datos.

La información de este ensayo procede de la Encuesta de Gastos e Ingresos Familiares realizada por el CEDE entre mayo de 1967 y mayo de 1968 en las ciudades de Barranquilla, Bogotá, Cali y Medellín, cuyo propósito era obtener la información básica indispensable para analizar el comportamiento económico de diferentes segmentos de la población y cuantificar los efectos de algunas características socioeconómicas sobre categorías específicas del gasto, del ahorro y del ingreso familiar.

Para los propósitos de dicha investigación se optó como unidad de muestreo la *unidad familiar*, entendiendo como tal el conjunto de personas que residen en la misma vivienda y que utilizan las mismas facilidades de cocina. Sin embargo, la unidad de análisis es la unidad de consumo, definida ésta como el conjunto de personas de la unidad familiar que comparten entre sí por lo menos los gastos de alimentos. En consecuencia, la unidad familiar puede estar constituida por una o más unidades de consumo.

La muestra de la investigación fue diseñada de acuerdo a un área probabilística estratificada por niveles de ingreso. Los barrios de cada ciudad se estratificaron según criterios socioeconómicos en: alto, medio y bajo. Utilizando diversas técnicas y procesos de tipo estadístico, se procedió a la selección sistemática al azar de las viviendas.

Según la experiencia derivada de encuestas piloto, tanto en este como en otros países, se convino que en lugar de realizar una sola encuesta referida a un año calendario, era mejor tomar submuestras trimestrales para captar las variaciones estacionales en el consumo. Fue así como se convino dividir la muestra en ocho grupos que tuvieran las siguientes características: el grupo primero, panel, se entrevistaría durante los cuatro trimestres del estudio; los grupos dos, tres y cuatro se entrevistarían dos veces cada uno en trimestres diferentes; los grupos cinco a ocho se entrevistarían una sola vez en cada uno de los trimestres.

El tamaño de la muestra se fijó en 2.104 unidades familiares, cifra que tenía en cuenta la mortalidad del panel, es decir, la posibilidad de no poder entrevistar a una unidad familiar las cuatro veces debido a cambios de residencia, rechazo, etc. El número efectivo de encuestas fue en total superior a dicha cifra debido a que, como se vió, el diseño de muestreo requería encuestar cierto grupo más de una vez. El número efectivo de encuestas, habida cuenta de los rechazos, eliminación en el proceso de crítica, ascendió a 2.949, las cuales se distribuyen así: Bogotá 798, Barranquilla 727, Cali 636, Medellín 788.

Un aspecto muy importante que hay que tener en presente en la evaluación de los datos es el referente a la depuración y ajustes de los datos originales recopilados, con el fin de aumentar el grado de confiabilidad y de generalización de la información. Fue así como para evitar los efectos de valores extremos se decidió estimar regresiones múltiples entre las distintas categorías del gasto y un conjunto de variables independientes consideradas a priori como determinantes de la estructura del gasto o del ahorro familiar.

Las regresiones fueron utilizadas luego para proyectar el valor de cada una de las variables dependientes consideradas. La diferencia entre el valor observado y el proyectado, o sea el residuo, se tomó como criterio para evaluar si una observación era o no un valor extremo. Esto es, en una regresión dada, se consideró como valor extremo el residuo por fuera del rango de más o menos tres desviaciones standard.

Los formularios con valores extremos fueron chequeados para estar seguros de que no hubiera errores de codificación o perforación. Es de anotar que los resultados de este chequeo fueron ampliamente satisfactorios, pues, un escaso número de formularios presentaron valores extremos; además, sólo cuatro ecuaciones no resultaron significativas de acuerdo con un F test.

Otro aspecto muy importante en la fase final de la investigación fue el relativo al ajuste de los datos. De acuerdo con el diseño de la muestra la distribución de las unidades de consumo no fue proporcional a la población de cada estrato. En consecuencia hubo necesidad de compensar la no proporcionalidad de la encuesta por estratos con el fin de poder hacer inferencias con base en la muestra, para la población total de cada ciudad. De otro modo las estadísticas sacadas de la muestra no tendrían validez para la población total. También para combinar los datos trimestrales, con el fin de obtener totales o promedios anuales, hubo necesidad de dar igual ponderación a cada trimestre.

Finalmente, con el propósito de chequear la composición de las distintas submuestras ($N_1 - N_8$) se realizó un análisis de χ^2 , utilizando para ello las siguientes variables: número de miembros de la unidad de consumo, situación ocupacional y edad del jefe, e ingresos totales de la unidad de consumo. Los resultados indicaron que no había diferencias significativas en la composición de las submuestras lo que implica que no era necesario realizar ajustes para combinar los datos de las distintas submuestras para efectos analíticos.

2. Selección de variables.

En la encuesta de gastos e ingresos familiares del CEDE se recopiló abundante información sobre innumerables bienes y servicios constitutivos del presupuesto familiar; datos sobre ingreso y sus diversas formas: ingresos del trabajo asalariado, del capital etc.; datos sobre cambios netos de algunas variables del balance familiar: caja de ahorro, bonos, cédulas,

acciones, bienes inmuebles etc. e información relativa a ciertas características de la unidad de consumo: número de personas, tenencia de la vivienda, edad, sexo, ocupación, educación, etc., de las personas.

Todo este arsenal de información facilita enormemente el estudio del comportamiento del consumidor en cuanto al gasto o al ahorro, y llega a tiempo para satisfacer la demanda de información estadística que haga posible un análisis integral de la realidad económica de la población urbana.

Para los efectos de esta investigación nuestra variable dependiente será el ahorro o el consumo familiar. El ahorro es considerado aquí como la diferencia entre el ingreso disponible y los gastos de consumo en bienes y servicios.

La decisión de estimar el ahorro como residuo y no directamente obedece principalmente a que las partidas componentes del ahorro no han sido materia de los chequeos y ajustes a que se ha hecho referencia en la parte introductoria de este ensayo. Esta tarea se emprenderá en una etapa posterior de la investigación y en la cual el CEDE tiene gran interés. Es por ello y sólo a manera de exploración que se considera aquí el ahorro en forma residual, dada la confiabilidad que se tiene de los datos de gastos e ingresos familiares.

Entre las variables independientes que juegan un papel muy importante en la determinación del comportamiento del consumidor figuran en primer término, el nivel y la distribución de ingreso de la población.

En un trabajo desarrollado por D.S. Brady y R. Friedman² tendiente a determinar las variaciones regionales de consumo y ahorro de grupos familiares dentro de un nivel dado de ingreso, asignan gran importancia a las diferencias en la distribución del ingreso. El supuesto fundamental de su tesis es el de que los patrones de ahorro, es decir, el porcentaje de ingreso ahorrado en cada nivel de ingreso, no depende únicamente del nivel absoluto del ingreso, sino también de la posición relativa de los consumidores en la distribución de ingresos. Esto es, $\frac{S}{Y} = a + b \frac{Y}{\bar{Y}}$, donde S e Y representan respectivamente niveles de ahorro e ingreso mientras \bar{Y} es el ingreso medio de la comunidad.

En su trabajo encuentran que las familias agrícolas ahorran más que las familias de localidades intermedias y que éstas a su vez ahorran más que las familias urbanas, dentro de un mismo nivel de ingreso y no obstante ser el nivel general de ingreso de las familias agrícolas menor que el de otras localidades y el de éstas menor al de las urbanas.

En general, en aquellas comunidades donde la distribución de ingreso era bastante similar no existían diferencias muy significativas en la propensión media a ahorrar, pero cuando había desigualdad muy grande en la distribución, ellas estaban asociadas con discrepancias muy amplias en la proporción del ingreso ahorrado. O en otros términos, entre menor era el porcentaje de familias en los niveles de ingresos más altos, mayor era el porcentaje de ingreso ahorrado en cada tramo de ingreso.³

Además del ingreso y de su distribución, los diferenciales de ahorro o consumo, pueden ser explicados en términos de otras características socioeconómicas y demográficas de la comunidad. Entre estos haremos especial referencia a los siguientes: tamaño de la unidad de consumo, edad y educación del jefe, y forma de tenencia de la vivienda.

En lo que hace relación al tamaño de la unidad de consumo los diversos estudios que han relacionado esta variable con los patrones de ahorro o consumo han encontrado que dentro de un mismo nivel de ingreso el porcentaje de ingreso ahorrado tiende a decrecer con el

² Brady, Dorothy S., y Friedman, Rose D. "Savings and the Income Distribution", *Studies in Income and Wealth*. National Bureau of Economic Research, N.Y. 1947, vol. 10, págs. 247-265.

³ Brady, Dorothy S., y Friedman, Rose D., *op. cit.*, pág. 248.

incremento en el tamaño familiar. Este hecho resulta del incremento en la necesidad del gasto de varios bienes cuando incrementa el tamaño familiar, pero usualmente el incremento en la necesidad del gasto puede ser menos que proporcional debido a las *economías de escala* en las grandes familias y por la reducción del consumo por un *efecto ingreso*, esto es, al aumentar el tamaño familiar las familias se hacen relativamente más pobres, con lo cual pueden disminuir el consumo de algunos bienes.

Lo anterior se puede verificar cuando se analiza la estructura de gastos entre un mismo nivel de ingreso. La evidencia indica que en las familias muy numerosas existe una mayor proporción de gastos en bienes alimenticios y semidurables y menos ingresos destinados a la compra de durables, los cuales pueden considerarse como una forma de ahorro.⁴

Otra de las características que ha arrojado cierta evidencia sobre los determinantes del comportamiento del consumidor ha sido el factor edad.⁵ En los años recientes muchas investigaciones han sido realizadas con la finalidad de medir el grado de relación de esta variable con el consumo, el ahorro y el ingreso de las personas. En general se ha encontrado que los gastos en bienes durables están inversamente relacionados con la edad, esto es, los grupos familiares más jóvenes tienden a gastar relativamente más en estos bienes que los grupos familiares más viejos. Además, en los trabajos de Klein⁶ se encuentra que el ahorro está altamente correlacionado con dicha variable.

Ahora bien, dada la correlación negativa entre edad y compra de durables, el efecto de la edad sobre el ahorro, dependerá de la definición de ahorro que se adopte. Esto es, una definición de ahorro que excluya las compras de durables y las reparaciones o mejoras a la vivienda podría traducirse en una relación diferente entre edad y ahorro, así como también en la distribución relativa de sus componentes.

Dado que en nuestra definición de gastos están incluidos los gastos en bienes durables y que el ahorro es tratado aquí como diferencia entre el ingreso disponible y los gastos en bienes y servicios, sería consecuente hallar una mayor proporción de ahorro a mayor edad dentro de un mismo nivel de ingreso.

Dado el comportamiento diferencial que en cuanto al gasto en consumo pueda dar lugar el hecho de ser propietario o arrendatario de la vivienda, es muy útil estudiar el ahorro dentro de un mismo nivel de ingreso según la forma de tenencia de la vivienda.

Finalmente, supuesta la relación directa que pueda existir entre educación e ingreso, es de vital importancia estudiar el comportamiento en cuanto al ahorro en función del nivel educacional de las personas dentro de un mismo nivel de ingreso. Esto es, se trata de cuantificar la parte del ingreso que se ahorra aislando el efecto ingreso pero a distintos niveles educativos de la población.

Las variables independientes seleccionadas y a las cuales nos hemos referido anteriormente no son las únicas que pueden influir en el ahorro. Cuando se realizan comparaciones regionales es de gran importancia las diferencias relativas de precios. A este efecto se utilizará información exógena para detectar los efectos que las variaciones regionales de precios pueden introducir a los datos.

Aunque una de nuestras variables es el tamaño familiar, hay diferencias cualitativas dentro de una unidad que pueden explicar mejor la relación. Por ejemplo, entre familias de un

⁴ Sobre su inclusión ver: Morgan, James N., "Factors related to consumer saving when it is defined as a Net-Worth Concept", *Contributions of survey Methods to economics*. Sunvery Research Center. Columbia University Press, N.Y., pág. 59-156.

⁵ Sobre la influencia de esta variable; consultar: Friend, Irwin y Jonez, Robert, Editores, *Proceedings of the Conference on Consumption and Saving*, vol. I, University of Pennsylvania, 1968.

⁶ Klein, L. R. "Estimating Patterns of Saving Behavior from Sample Survey Data", *Econométrica*, octubre 1951, págs. 438-454.

mismo tamaño pueden existir, *ceteris paribus*, diferencias en cuanto al ahorro, si existen diferencias en cuanto a la composición por sexo, al estado civil de sus jefes, o al número de menores. Igualmente, la situación ocupacional y la ocupación de las personas pueden dar lugar a diferencias muy marcadas en la proporción del ingreso ahorrado.

En resumen las variables seleccionadas no son las únicas determinantes del comportamiento del consumidor, según la evidencia estadística disponible para otros países. Con ellas nuestro trabajo empieza, a fin de detectar su poder explicativo en lo que hace relación al ahorro en nuestro medio.

3. Tipo de función.

La selección del tipo de función que ha de usarse para relacionar los gastos de consumo con las variables explicativas predeterminadas es un asunto que requiere cuidadoso estudio. La escogencia depende mucho de las finalidades que se persiguen, esto es, si se trata de predecir o estimar el comportamiento de una variable en término de una o más variables conocidas, o si el interés radica en obtener una relación funcional como instrumento para explicar las variaciones de una variable en términos de otras, sin que esto implique postular una relación de causalidad. Para los propósitos de este ensayo este último punto es el que tiene especial interés puesto que uno de sus propósitos consiste en calcular la elasticidad de cada variable independiente, y éstas dependen fundamentalmente del tipo de función que se ajuste a los datos disponibles.

La forma matemática de la función seleccionada es del tipo doble logarítmico y viene dada por la ecuación:

$$(1) \quad \text{Log } G = B_0 + B_1 X_1 + \dots + B_{g-1} X_{g-1} + B_g \log X_g + B_{g+1} \log X_{g+1} \\ + \dots + B_{n-1} \log X_{n-1} + \log X.$$

donde: G = Gasto total en bienes y servicios de la unidad de consumo.

X_1 hasta X_{g-1} = Variables dummy para las variables independientes cualitativas.

X_g hasta X_{n-1} = Variables independientes cualitativas, distintas al ingreso de la unidad de consumo.

X = Ingreso de la unidad de consumo.

Los coeficientes de elasticidad son constantes y vienen dados por los parámetros B de la función. Esto se demuestra diferenciando la ecuación (1).

$$(2) \quad \frac{dG}{G} = B_1 dX_1 + B_2 dX_2 + \dots + B_{g-1} dX_{g-1} + B_g \left(\frac{dX_g}{X_g} \right) \\ + B_{g+1} \left(\frac{dX_{g+1}}{X_{g+1}} \right) + \gamma \left(\frac{dX}{X} \right)$$

La interpretación de los coeficientes sería la siguiente:

Supóngase que se desea determinar la diferencia del gasto, *ceteris paribus*, debido a diferencias en los ingresos totales. Entonces todos los restantes $dX = 0$.

$$(3) \quad \frac{dG}{G} = \gamma(dX/X) \quad \gamma = \frac{dG/G}{dX/X}$$

Donde γ es la variación porcentual en el gasto total debido a las variaciones porcentuales en los ingresos o sea, la elasticidad ingreso que se está investigando.

En el caso de variables cualitativas, supóngase que se desea conocer la diferencia de gastos, *ceteris paribus*, entre una unidad de consumo primaria y una de consumo secundaria.

En este caso se trata de una variable dummy. Supóngase que X_1 es el dummy para una unidad secundaria. Entonces $dX_1 = 1$, todos los demás $dX = 0$.

$$(4) \quad dG/G = B_1 dX_1 \quad B_1 = \frac{dG/G}{dX_1} = dG/G$$

donde B_1 es la variación porcentual media en el gasto entre las unidades primarias y secundarias, o sea el cambio porcentual en el gasto al incluir en la función una determinada característica.

CUADRO 5.2 – GASTOS PROMEDIOS TRIMESTRALES POR FAMILIAS Y PERCAPITA, 1967

Ciudades	Gasto promedio trimestral	Gasto per cápita en el año de 1967	Indice regional Base: Bogotá = 100	Costo de la canasta de Bogotá según los precios de cada ciudad
Bogotá	8.150	5.275	1.00	8.150
Barranquilla	7.090	4.589	0.83	6.764
Cali	6.640	4.548	0.91	7.416
Medellín	5.980	4.442	0.87	7.090

Fuentes: Para los índices ver: Hernández, Alberto, *Comparaciones de niveles de precios y costo de vida entre cuatro ciudades colombianas: Bogotá, Barranquilla, Medellín, Cali, para el grupo de empleados. Tesis de grado. Facultad de Economía, Universidad de los Andes. Bogotá, febrero 1970, pág. 76.* Para los promedios ver: CEDE, *Encuesta de gastos e ingresos familiares, Bogotá, Barranquilla, Cali y Medellín. Mayo, 1967-Mayo 1968.*

III. Análisis de los resultados.

Antes de analizar los resultados de la regresión múltiple calculada con los datos de gastos y algunas características familiares, en esta sección se intentará estudiar los promedios de gastos con relación a las siguientes variables: ciudad, nivel y distribución del ingreso, tamaño de la unidad de consumo, edad y educación del jefe, y forma de tenencia de la vivienda. Con ello se busca dar un orden de magnitud de la cuantía del gasto y detectar si existe alguna relación, aunque sea muy descriptiva, entre el gasto en consumo y las variables seleccionadas.

1. Diferencias regionales en los patrones de consumo.

De acuerdo con la información disponible se tiene, en primer lugar, que en Bogotá es donde se registra el más alto promedio de gastos para un trimestre, esto es, su cuantía asciende a \$8.150. En su orden siguen: Barranquilla con \$7.090, Cali con \$6.640 y finalmente Medellín con \$5.980. El promedio ponderado en estas cuatro ciudades asciende trimestralmente a \$7.230. En términos per cápita, los promedios de gastos durante el año 1967 tienen el siguiente orden de magnitud: Bogotá \$5.275; Barranquilla \$4.589; Cali \$4.548 y Medellín \$4.442. Es de anotar, que la cifra per cápita según las cuentas nacionales del Banco de la República ascendería para el mismo año de 1967 a \$3.161 (cuadro 5.2).

Las cifras anteriores muestran simplemente la magnitud del gasto total promedio, pero su comparación entre ciudades no es especialmente significativa puesto que están afectadas por multiplicidad de factores que condicionan el comportamiento del gasto y que sería preciso estudiar con más detenimiento.

Una explicación posible de las diferencias en los promedios de gastos puede deberse a las variaciones regionales de precios. Es concebible e indudablemente probable que las variaciones relativas de precios puedan afectar la estructura del gasto, o la elasticidad-ingreso de los distintos bienes. Esta posibilidad puede ocurrir dentro de una misma localidad y más aún cuando se trata de localidades diferentes.

Para eliminar la influencia de dicho factor habría necesidad de usar un índice regional, es decir, deflactar la serie de una ciudad no por los índices de precios al consumidor sino por un índice regional calculado con las ponderaciones de una ciudad o un grupo de ciudades y los precios relativos entre ciudades, es decir, los precios de una ciudad con respecto a los precios de la ciudad considerada como base.⁷

Al comparar el índice regional de precios, el cual fue calculado para las cuatro ciudades en 1967, y con Bogotá como ciudad base, se podrá notar que Bogotá es la ciudad más cara, sigue luego Cali, Medellín y finalmente Barranquilla.

El hecho más interesante es el que resulta de aplicar al gasto medio de Bogotá, los índices regionales calculados. Esto es, determinar cual es el costo de la canasta de bienes y servicios de Bogotá, cuyo promedio es de \$8.150, cuando se le aplican los precios de las otras ciudades.⁸ Los gastos resultantes serían: \$7.416 en Cali; \$7.090 en Medellín y \$6.764 en Barranquilla.⁹

Al comparar los datos de la primera y cuarta columna se notará que los diferenciales de precios no explican totalmente los diferenciales de gastos que existen en las ciudades. Ello solo sería posible si ambas columnas resultaran aproximadamente iguales. Por ejemplo, si el gasto medio de dos ciudades A y B es \$10.000 y \$9.000, respectivamente, y el índice de precios de la ciudad B con respecto a la ciudad A es 0.90, entonces los \$10.000 de gastos en la ciudad A serían equivalentes a \$9.000 de gastos en la ciudad B. Esto es, las diferencias regionales de precios explicarían en este ejemplo el mayor o menor gasto realizado en una de las ciudades.

Sin embargo, en el caso que nos ocupa tendríamos que el mayor gasto *efectivo* en Barranquilla y los menores gastos *efectivos* en Cali y Medellín, en comparación a los niveles de gastos que aparecen en la última columna del cuadro 5.2, indican que otros factores distintos a las variaciones regionales deben afectar los promedios registrados en cada ciudad.

2. Comportamiento del consumidor según nivel y distribución del ingreso.

En general, el gasto muestra una clara relación de dependencia con respecto al ingreso; en la medida que pasamos de un nivel de ingreso a otro superior el gasto tiende a aumentar en términos absolutos, aunque no en la misma proporción. Este hecho se puede constatar si se relaciona el promedio de gastos en un nivel de ingreso con el promedio de gastos en dicho nivel.

En el cuadro 5.3 se puede ver cómo disminuye la propensión promedia a consumir en la medida que aumenta el nivel de ingresos. Este patrón de comportamiento es muy típico en

⁷ La formulación más familiar es el índice de Laspeyres que utiliza los gastos en bienes y servicios de un período o país base como ponderaciones para los precios.

⁸ Dicho costo se obtiene multiplicando \$8.150 por los índices de cada ciudad.

⁹ Estas cifras indican que \$6.764 v.gr. en Barranquilla tendrán un poder de compra equivalente a los \$8.150 en Bogotá y así sucesivamente. Esto puede verificarse si dividimos los datos de la última columna por los respectivos índices regionales. Habrá de resultar \$8.150 para cada ciudad.

CUADRO 5.3 — PROPENSIONES MEDIAS A CONSUMIR POR CUARTILES DE INGRESO, 1967

Cuartiles	Gasto	Ingreso disponible	Propensión promedio a consumir
Primer cuartil	2.289	1.805	126.8
Segundo cuartil	4.131	3.963	104.2
Tercer cuartil	6.909	7.524	91.8
Cuarto cuartil	15.522	19.877	78.1
Promedio total ¹	6.960	7.035	98.9

¹ Los promedios del gasto excluyen impuestos y contribuciones al ICSS.

Fuente: CEDE, *Encuesta de gastos e ingresos familiares, Bogotá, Barranquilla, Cali y Medellín*, Mayo 1967-Mayo 1968.

la gran mayoría de los estudios de presupuestos familiares. Es decir, las familias de bajos ingresos, generalmente desahorran; las familias de ingresos altos típicamente gastan menos que su ingreso. O sea, que a medida que nos desplazamos a lo largo de la distribución desde los ingresos más bajos hacia los más altos, el consumo promedio sube pero menos que el ingreso y mientras más alto es el ingreso, menor es el alza en el consumo por un incremento adicional en el ingreso.

Aunque el ingreso explica el comportamiento promedio de un grupo, muchos otros factores tienen necesariamente que influir en los gastos de las familias. Este hecho se fundamenta en la diversidad de comportamiento que presenta el gasto entre ciudades, dentro de un mismo nivel de ingresos.

Por ejemplo, al observar muy detenidamente la información del cuadro 5.4 se podrá ver que dentro de cada nivel de ingreso el gasto promedio por ciudades no es uniforme. Es más, si exceptuamos el último nivel, Barranquilla presenta los más altos promedios de gastos en cada nivel de ingreso. Luego siguen: Bogotá, Cali y finalmente Medellín.

Es de anotar como hecho importante el de que cuando se presentaron los promedios de gastos por ciudades el ordenamiento de mayor a menor, era el siguiente: Bogotá, Barranquilla, Cali y Medellín. Sin embargo, al eliminar el último nivel de ingreso, el ordenamiento resultante es: Barranquilla, Bogotá, Cali y Medellín.

Entre las peculiaridades inherentes a cada localidad que pueden explicar esta falta de uniformidad con respecto al gasto o al ahorro se halla la distribución de ingresos de la comunidad, o para decirlo en otros términos, el grado de concentración de ingreso o la posición relativa de las personas dentro de la distribución de ingresos. A fin de mostrar qué papel juega la distribución de ingresos en cuanto al gasto o ahorro se ha elaborado el cuadro 5.5.

Los resultados allí mostrados son bastante consistentes con la hipótesis de Friedman y Brady, como se ha señalado anteriormente, en el sentido que a mayor desigualdad en la distribución de ingresos, es decir, entre menos personas se encuentran, relativamente, en los niveles altos de ingresos dentro de una comunidad, mayor será la propensión media a ahorrar.

Este hecho se puede constatar en el cuadro 5.5 en donde puede notarse el grado de mayor concentración de ingresos que presenta Medellín y la menor concentración que se observa en Bogotá, Barranquilla y Cali. Este fenómeno se traduce en las diferencias que muestran las cuatro ciudades en lo que se refiere a la propensión media a ahorrar. Hasta el punto que en Medellín ésta llega a ser, aproximadamente, el 13% del ingreso familiar disponible. En las otras ciudades las diferencias en el porcentaje de ingreso ahorrado no es estadísticamente significativo y su nivel es muy pequeño.

CUADRO 5.4 – GASTOS PROMEDIOS TRIMESTRALES, SEGUN NIVEL DE INGRESO DISPONIBLE, 1967

Nivel de ingreso	Bogotá	Barranquilla	Cali	Medellín	Promedio total
0 – 999	1.180	3.730	1.290	1.560	1.450
1.000 – 1.999	2.480	2.750	1.860	1.500	2.090
2.000 – 2.999	2.880	3.340	2.800	2.550	2.840
3.000 – 3.999	4.050	4.180	3.600	3.260	3.770
4.000 – 4.999	4.330	5.190	4.800	4.030	4.470
5.000 – 6.999	5.160	6.210	5.810	5.220	5.400
7.000 – 8.999	7.600	7.860	7.290	6.310	7.350
9.000 – 14.999	9.630	10.150	9.700	8.220	9.460
15.000 – 19.999	14.440	14.630	12.610	13.900	14.070
20.000	26.770	19.680	24.500	17.490	23.270
Promedio total ¹	7.890	6.990	6.310	5.630	6.960

¹ Los promedios de gastos excluyen impuestos y contribuciones al ICSS.

Fuente: CEDE, *Encuestas de gastos e ingresos familiares: Bogotá, Barranquilla, Cali y Medellín*. Mayo 1967 - Mayo 1968.

CUADRO 5.5 – DISTRIBUCION DE INGRESOS Y PROPENSION MEDIA A AHORRAR, 1967¹

Nivel de ingreso	Bogotá	Barranquilla	Cali	Medellín	Total
Porcentaje de familias (acumuladas)					
2.000 – 3.999	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
4.000 – 5.999	77.1	65.3	63.8	64.6	70.3
6.000 – 7.999	55.9	41.3	40.4	39.9	47.5
8.000 – 14.999	37.4	27.1	28.5	25.6	31.7
15.000 – 21.999	13.5	12.8	10.9	11.6	12.6
22.000 – 39.999	7.0	6.1	5.3	6.1	6.5
40.000 – 59.999	1.4	1.0	1.5	0.4	1.2
Promedio de ingreso	8.942	7.828	7.562	7.599	8.238
Promedio de gasto	8.974	7.865	7.446	6.617	7.932
Propensión media a ahorrar (%)	1.7	–	1.5	12.9	3.7

¹ Para la confección de esta tabla se eliminaron los niveles extremos de ingreso.

Fuente: CEDE, *Encuestas de gastos e ingresos familiares; Bogotá, Barranquilla, Cali y Medellín*. Mayo 1967 - Mayo 1968.

Igualmente, se puede observar cómo a pesar de ser Medellín la ciudad con menor ingreso, es la ciudad con mayor porcentaje de ahorro. Este resultado y los del cuadro 5.4¹ son consecuentes también con la hipótesis de Friedman y Brady, es decir, de que el porcentaje de ahorro en cada nivel de ingreso no depende únicamente del nivel absoluto de ingreso, sino también de la posición relativa de las personas en la distribución de ingresos.

Algunas consideraciones de orden no económico pueden indicarse, a manera de hipótesis para explicar las diferencias regionales ya anotadas en los patrones de consumo o ahorro familiar, en relación a sus ingresos y a su distribución.

Una de ellas puede radicar en el tipo de inmigración que afecta a las distintas ciudades y el grado educacional y otras características selectivas de los inmigrantes.

CUADRO 5.6 – GASTOS PROMEDIOS TRIMESTRALES SEGUN NIVEL DE INGRESOS Y TAMAÑO DE LA UNIDAD DE CONSUMO, 1967

Nivel de ingreso	Número de personas									Promedio total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
0 – 999	420	2.250	1.090	1.260	1.210	3.220	1.400	–	980	1.450
1.000 – 1.999	1.480	1.670	1.850	1.810	2.090	2.890	2.150	2.540	2.080	2.090
2.000 – 2.999	1.690	2.160	2.900	2.760	2.750	3.040	3.190	2.970	3.090	2.850
3.000 – 3.999	–	3.130	3.200	3.777	3.990	3.910	4.260	3.900	3.780	3.780
4.000 – 4.999	2.560	3.830	4.140	4.640	4.610	4.430	4.690	5.020	4.610	4.520
5.000 – 6.999	4.170	4.350	5.430	5.220	5.610	5.710	5.660	5.480	5.550	5.460
7.000 – 8.999	7.310	4.700	7.290	6.150	7.340	7.020	7.980	8.020	7.570	7.330
9.000 – 14.999	9.720	7.830	8.760	8.790	10.210	9.100	11.750	9.890	9.770	9.770
15.000 – 19.999	11.720	13.810	12.540	13.340	14.840	15.290	14.150	14.850	14.590	14.360
20.000 y más	24.000	19.340	23.570	23.010	22.200	25.030	24.330	22.270	30.760	25.000
Promedio total	4.310	4.020	5.320	6.500	7.250	7.430	8.220	8.240	8.160	7.230

Fuente: CEDE, *Encuestas de gastos e ingresos familiares, Bogotá, Barranquilla, Cali y Medellín*. Mayo 1967 - Mayo 1968.

Si tomamos a Bogotá como ejemplo, los diferentes estudios sobre inmigración han mostrado una gran afluencia de personas con niveles educacionales incluso superiores a los de la población nativa.¹⁰ Este hecho puede dar lugar a un cambio en los patrones de consumo o ahorro, en parte al menos, debido a un cierto *efecto demostración* y a la misma naturaleza de la posición social de estas personas, lo cual va a reflejarse en la estructura del gasto familiar, es decir, mayores gastos en actividades recreativas, educación y cultura, etc.

También este contingente de inmigrantes puede inducir a una menor desigualdad en la distribución de ingresos de la comunidad, si se supone una relación directa entre ingreso y nivel educacional.

Ello además, puede dar lugar a la consolidación de una clase media con aspiraciones de ascenso dentro de la estructura social establecida, lo cual incidiría a su vez en una mayor capacidad consumtiva.

3. *Comportamiento del consumidor según nivel de ingreso y tamaño de la unidad de consumo.*

De la relación gastos promedios trimestrales según el tamaño de la unidad de consumo es de anotar que el gasto tiende a aumentar, en términos absolutos, con el tamaño familiar. Dicha tendencia se pone claramente de manifiesto desde los grupos familiares con dos personas, cuyo promedio de gastos es de \$4.020 por trimestre, hasta los grupos familiares con ocho miembros donde el gasto promedio alcanza la cifra de \$8.240.

Sin embargo, el incremento en el gasto es menos que proporcional al aumento en el tamaño familiar, o sea, entre más numerosa se hace una familia, menor es el alza resultante en los gastos de consumo por la presencia de un miembro adicional.

Hay que tener presente que la relación directa indicada entre gastos y tamaño familiar debe interpretarse en términos brutos, por cuanto el gasto no sólo depende del tamaño familiar sino también de otras variables. Para determinar su efecto neto habría que aislar la

¹⁰ Urrutia, Miguel y Castellanos, Luis. *Estudio Económico Social de la Población de Bogotá*. CAR, diciembre 1962.
Reyes, Marcos. *Estudio socioeconómico del fenómeno de la inmigración a Bogotá*. CEDE, julio 1963.
García, Carlos. *Características de los inmigrantes en cinco ciudades colombianas*. CEDE, serie P. No. 6. Bogotá, octubre 1970, págs. 1 - 176.

CUADRO 5.7 – GASTOS PROMEDIOS TRIMESTRALES SEGUN NIVELES DE INGRESO Y GRUPOS DE EDAD, 1967

Nivel de ingreso	Edad del jefe					Promedio total
	0 – 24	25 – 34	35 – 44	45 – 54	55 y más	
0 999	1.720	2.840	1.580	670	840	1.450
1.000 – 1.999	1.730	2.190	1.900	2.700	2.040	2.090
2.000 – 2.999	2.670	2.830	3.040	2.920	2.590	2.850
3.000 – 3.999	3.830	3.900	3.740	3.680	3.800	3.780
4.000 – 4.999	4.480	4.630	4.780	4.540	3.870	4.520
5.000 – 5.999	5.460	5.600	5.640	5.390	5.000	5.460
7.000 – 8.999	7.220	7.780	7.530	7.250	6.430	7.330
9.000 – 14.999	9.200	10.100	9.140	10.880	9.570	9.770
15.000 – 19.999	14.970	14.880	13.530	14.310	14.720	14.360
20.000 y más	17.370	23.100	23.380	28.220	25.080	25.000
Promedio total	4.230	7.060	6.970	8.570	7.420	7.230

Fuente: CEDE, *Encuestas de gastos e ingresos familiares: Bogotá, Barranquilla, Cali y Medellín*. Mayo 1967 - Mayo 1968.

influencia de las otras características familiares. En un intento por racionalizar su influencia veremos qué sucede cuando se mantiene constante el nivel de ingresos de la población. Posteriormente, dentro del análisis de regresión múltiple se incluirán otras variables.

De acuerdo con la información disponible (cuadro 5.6) se podrá anotar que el comportamiento general descrito se mantiene por lo menos hasta cierto límite de tamaño familiar. Es decir, manteniendo constante el ingreso, el gasto tiende a crecer con el aumento en el tamaño familiar. Lo anterior implica que a mayor tamaño familiar, menor es la porción de ingreso que la familia puede ahorrar.

4. Comportamiento del consumidor según nivel de ingreso y edad del jefe.

En cuanto hace referencia a la relación gastos medios según edad del jefe, es de anotar que a simple vista dicha variable no parece mostrar una influencia definida sobre el consumo. Sin embargo, algunas conclusiones de interés pueden derivarse si se comparan los promedios de gastos entre dos grupos de edades.

Al comparar los gastos entre los grupos familiares cuyos jefes tienen menos de 24 años y 25-34 años (cuadro 5.7), se podrá deducir que cualquiera que sea el nivel de ingresos los gastos familiares en el grupo 25-34 años son siempre mayores a los registrados por las familias cuyos jefes poseen menos de 24 años. Igual conclusión se puede obtener, excepto en algunos pocos casos, cuando se comparan los grupos 45-54 años y 54 y más años. En este caso las familias del primer grupo tienden a gastar más que las del grupo 55 y más años.

5. Comportamiento del consumidor según nivel de ingreso y educación del jefe.

Por nivel educacional la tendencia del gasto muestra un patrón claramente definido. Los promedios generales de gastos por niveles educacionales, son los siguientes: primaria \$4.810; secundaria \$9.410 y universitaria \$20.810 por trimestres.

Al mantener constante el nivel de ingresos (cuadro 5.8) la relación directa anotada entre gastos y educación también se verifica. Cualquiera que sea el nivel de ingresos, los grupos familiares cuyos jefes poseen mayor educación tienen los más altos promedios de gastos.

CUADRO 5.8 — GASTOS PROMEDIOS TRIMESTRALES SEGUN NIVEL DE INGRESO Y EDUCACIONAL 1967*

Nivel de ingreso	Nivel educacional			Total
	Primaria	Secundaria	Universitaria	
0 — 999	1.800	2.900	—	1.450
1.000 — 1.999	1.930	3.930	—	2.090
2.000 — 2.999	2.860	3.070	—	2.850
3.000 — 3.999	3.750	3.970	3.080	3.780
4.000 — 4.999	4.420	5.080	7.250	4.520
5.000 — 6.999	5.250	5.840	7.390	5.470
7.000 — 8.999	7.170	7.500	8.060	7.333
9.000 — 14.999	8.990	9.790	10.070	9.770
15.000 — 19.999	10.910	14.350	16.740	14.360
20.000 y más	17.690	24.020	28.040	25.000
Promedio total	4.810	9.410	20.840	7.230

Fuente: CEDE, *Encuestas de gastos e ingresos familiares: Bogotá, Barranquilla, Cali y Medellín*. Mayo 1967 - Mayo 1968.

*Están excluidas las unidades de consumo cuyos jefes aparecen sin ningún nivel de educación.

Este hecho es muy importante por cuanto puede dar lugar a pensar en cierta capacidad ahorrativa en aquellos grupos que presentan un menor nivel educacional.

Una razonable explicación a la mayor propensión a consumir en los niveles de mayor educación puede obedecer a una actividad mayor diversificada de estas personas que puede dar lugar a mayores gastos en actividades recreativas, educacionales, presentación personal, etc.

A título puramente informativo se ha elaborado el cuadro 5.9 donde aparece la estructura de gastos para el nivel de ingresos 7.000 - 8.999 y según nivel educacional.

Al observar detenidamente la información anterior se aprecia cómo los gastos en vivienda, equipo y operación corriente del hogar, vestido y calzado, enseñanza, diversiones y cultura, transporte y comunicaciones, etc., muestran una clara tendencia a aumentar su participación a mayor nivel educacional, pero dentro de un mismo nivel de ingreso.

6. *Comportamiento del consumidor según nivel de ingreso y forma de tenencia.*

Finalmente, se tienen los gastos medios según forma de tenencia de la vivienda. Según la información disponible (cuadro 5.10) los gastos promedios de aquellas familias que residen en viviendas alquiladas son más altos (\$7.970) que los de las familias que viven en calidad de propietarios (\$6.860). Esto se verifica cualquiera que sea el nivel de ingresos que se considere. De modo pues, que la propensión media a ahorrar en el grupo de propietarios tiende a ser mayor que en las familias con casas alquiladas.

7. *Análisis de regresión múltiple.*

Hasta ahora el análisis ha sido bastante simple, pero de singular importancia, por cuanto ha permitido demostrar, en forma muy descriptiva, el papel que juegan ciertas características familiares en los patrones de consumo o ahorro de la población.

A fin de darle un mayor poder explicativo a las conclusiones logradas en esta sección se presentan los resultados del análisis multivariable realizado entre el gasto en consumo y muchas características de la población. Aunque los dos enfoques no son exactamente equi-

CUADRO 5.9 — ESTRUCTURA DE GASTOS SEGUN NIVEL EDUCACIONAL PARA LAS FAMILIAS CON INGRESOS ENTRE 7.000 y 8.999 PESOS TRIMESTRALES 1967

Estructura de gasto	Primaria	Secundaria	Universitaria
Alimentos y bebidas	56.6	51,2	42.6
Vivienda y servicios	11.2	15.6	15.6
Equipo y operación cte. hogar	5.4	5.5	6.1
Vestido y calzado	8.4	8.9	13.1
Asistencia médica	1.8	1.7	0.8
Enseñanza	5.0	6.1	6.3
Diversiones y cultura	1.8	2.1	3.5
Transporte y comunicaciones	2.8	2.8	4.8
Impuestos	0.6	0.3	0.6
Seguros	1.0	1.2	1.5
Otros gastos	5.4	4.6	5.1
Total (en porcentajes)	100.0	100.0	100.0
Gasto promedio trimestral	7.170	7.500	8.060

Fuente: CEDE, *Encuestas de gastos e ingresos familiares: Bogotá, Barranquilla, Cali y Medellín*. Mayo 1967 - Mayo 1968.

CUADRO 5.10. — GASTOS PROMEDIOS TRIMESTRALES SEGUN NIVEL DE INGRESO Y TENENCIA DE LA VIVIENDA, 1967

Nivel de ingreso	Tenencia de la vivienda			Promedio total
	Propia	Otra	Alquilada	
0 — 999	930	1.930	1.470	1.450
1.000 — 1.999	1.750	2.420	1.880	2.090
2.000 — 2.999	2.560	3.170	2.660	2.850
3.000 — 3.999	3.290	4.260	4.000	3.780
4.000 — 4.999	4.090	5.060	5.440	4.520
5.000 — 6.999	4.980	6.290	5.170	5.460
7.000 — 8.999	6.570	8.560	8.350	7.330
9.000 — 14.999	9.140	10.770	9.030	9.770
15.000 — 19.999	13.280	15.370	17.340	14.360
20.000 y más	23.030	27.680	20.900	25.000
Promedio total	6.960	7.970	4.190	7.230

Fuente: CEDE, *Encuesta de gastos e ingresos familiares: Bogotá, Barranquilla, Cali y Medellín*. Mayo 1967 - Mayo 1968.

valentes, deberían mostrar aproximadamente el mismo efecto. O sea, las variables que tuvieron cierta influencia en el análisis precedente deberían tener un coeficiente significativo en el análisis multivariable.

Los resultados de la regresión múltiple estimada y las variables incluídas aparecen en el cuadro 5.11. En este cuadro aparecen los coeficientes de regresión, el error standard de los coeficientes y el valor de *t*, para poder verificar fácilmente la significación de los coeficientes. Igualmente, al final aparece el coeficiente de correlación y la información básica para el análisis de varianza.

CUADRO 5.11. — REGRESION ENTRE GASTO TOTAL Y ALGUNAS CARACTERISTICAS FAMILIARES

Intercepto: 1.97433

Variables independientes	Coefficientes de regresión	Error standard de los coeficientes	T Radio (grados de libertad 2.897)
Barranquilla, Dummy	0.04473	0.01508	2.96718
Cali, Dummy	- 0.00491	0.01513	- 0.32433
Medellín, Dummy	- 0.13942	0.01666	- 8.36635
Unidad secundaria, Dummy	- 0.14592	0.02754	- 5.29775
Edad del jefe: 35 - 49, Dummy	0.01384	0.01274	1.08664
50 - 64, Dummy	0.03819	0.01636	2.33466
65 - 98, Dummy	- 0.00992	0.02600	- 0.38176
Cónyuge ocupado, Dummy	0.04242	0.02598	1.63238
Tenencia de la vivienda:			
Alquilada, Dummy	0.05784	0.01151	5.02611
Otros, Dummy	- 0.03376	0.02561	- 1.31834
Primer trimestre, Dummy	0.08085	0.01383	5.84412
Segundo trimestre, Dummy	0.00803	0.01526	- 0.52598
Tercer trimestre, Dummy	- 0.02788	0.01496	- 1.86281
Ingresos totales	0.70152	0.00967	72.51934
Número de menores:			
Cero, Dummy	- 0.10650	0.03863	- 2.75681
Uno, Dummy	- 0.06211	0.03894	- 1.59491
Dos, Dummy	- 0.06062	0.03880	- 1.56218
Tres, Dummy	- 0.05363	0.03898	- 1.37590
Cuatro o cinco, Dummy	- 0.02726	0.03820	- 0.71352
Seis o siete, Dummy	- 0.01039	0.04099	- 0.25358
Número de adultos:			
Uno, Dummy	- 0.21970	0.06326	- 3.47297
Dos, Dummy	- 0.22535	0.05845	- 3.85535
Tres, Dummy	- 0.17467	0.05864	- 2.97846
Cuatro o cinco, Dummy	- 0.11454	0.05831	- 1.96434
Seis o siete, Dummy	- 0.09750	0.06014	- 1.62114
Uso de vehículo propio, Dummy	0.08414	0.01897	4.43516
Posesión de teléfono, Dummy	0.10023	0.01394	7.19146
Cero personas con empleo, Dummy	0.18027	0.04528	3.98150
Una persona con empleo, Dummy	0.12401	0.04215	2.94209
Dos personas con empleo, Dummy	0.07118	0.04216	1.68850
Tipo de vivienda:			
Departamento, Dummy	0.02186	0.01789	1.22174
Cuarto, pieza o habitación, Dummy	- 0.10937	0.03364	- 3.25079
Residencia mixta, Dummy	0.10831	0.13546	0.79958
Inquilinato urbano, Dummy	- 0.32482	0.10402	- 3.12273
Facilidades comunes, Dummy	- 0.07638	0.03137	- 2.43474
Otros, Dummy	- 0.00550	0.13686	- 0.04018

Continúa

CUADRO 5.11 — Continuación

VARIABLES INDEPENDIENTES	COEFICIENTES DE REGRESIÓN	ERROR STANDARD DE LOS COEFICIENTES	T RADIO (GRADOS DE LIBERTAD 2.897)
Tipo de construcción:			
Cemento, Dummy	- 0.03294	0.05573	- 0.59100
Madera, Dummy	- 0.08396	0.03184	- 2.63655
Adobe, Dummy	- 0.05779	0.01526	- 3.78725
Otros, Dummy	- 0.07639	0.06933	- 1.10192
Educación del jefe:			
Algo primaria, Dummy	0.08732	0.02487	3.51061
Algo secundaria, Dummy	0.14212	0.02685	5.29231
Algo universitaria, Dummy	0.16087	0.03322	4.84272
Una y dos habitaciones, Dummy	- 0.07161	0.02689	- 2.66273
Tres y cuatro habitaciones, Dummy	- 0.08480	0.01829	- 4.63710
Cinco habitaciones, Dummy	- 0.05193	0.01778	- 2.92106
Seis habitaciones, Dummy	- 0.05618	0.01764	- 3.18461
Siete habitaciones, Dummy	- 0.04246	0.01879	- 2.25979

ANÁLISIS DE VARIANZA

VARIACIÓN	GRADOS DE LIBERTAD	SUMA DE CUADROS	VARIANZA (σ^2)	F. RATIO
Regresión	48	1.645.918	34.290	473.630
Residual	2.897	209.738	0.072	
Total	2.945			
R = 0.942		R ² = 0.887		F 0.05 = 1.35
Error standard de la media residual:				0.00496

Nota: Las funciones calculadas son logarítmicas y para ello se utilizaron logaritmos naturales.

Fuente: CEDE, *Encuestas de gastos e ingresos familiares, Bogotá, Barranquilla, Cali y Medellín*. Mayo 1967 - Mayo 1968.

Según los resultados obtenidos, el coeficiente de correlación múltiple asciende a 0.94, el cual es estadísticamente significativo, de acuerdo con un F 0.05 - test.

Al observar los coeficientes de regresión, que a su vez miden la elasticidad de cada variable dado el tipo de función calculada, se puede ver que los estimados para las variables: Ciudad (Barranquilla y Medellín), tenencia de la vivienda (alquilada), edad del jefe (50-64 años), ingreso de la unidad de consumo, número de adultos en la unidad (excepto seis o siete) y educación del jefe, son estadísticamente significativos de acuerdo con un t 0.05 -test. Estos hechos confirman entonces la influencia que dichas variables tienen sobre el comportamiento del consumidor.

En lo que respecta a la variable ciudad, se nota cómo la elasticidad -Barranquilla (0.04) es mayor que la elasticidad -Medellín (0.14). Es decir, en el caso de Barranquilla el cambio porcentual en el gasto, *ceteris paribus*, es positivo y en el caso de Medellín es, *ceteris paribus*, negativo.

La elasticidad-edad del jefe (50-64) es de 0.04. En los demás grupos los coeficientes no tienen significación. En cuanto a la elasticidad-tenencia de la vivienda (alquilada) esta asciende a 0.06. Esto es, el hecho de vivir en este tipo de vivienda produce, *ceteris paribus*, un cambio porcentual en el gasto del orden anotado. La elasticidad-número de adultos fluctúan entre -0.22 (dos adultos) y -0.11 (cuatro o cinco).

Finalmente, la elasticidad-nivel educacional es de 0.09 para primaria; 0.14 algo de secundaria y 0.16 algo de universitaria. Estos resultados son consistentes con las conclusiones obtenidas en el análisis precedente. Es decir, el cambio porcentual en el gasto es mayor en la medida que se posee un mayor nivel educacional.

IV. Resumen de conclusiones.

De la relación entre gasto en consumo -o ahorro- y las variables independientes seleccionadas para propósitos de análisis se han derivado las siguientes conclusiones:

1. En la ciudad de Bogotá es donde se registra el mayor promedio de gastos. En orden descendente aparecen luego Barranquilla, Cali y finalmente Medellín. Es de anotar también que en términos per cápita el consumo de cada una de estas ciudades es mayor al que resulta para todo el país, según las estimaciones de cuentas nacionales del Banco de la República.

2. Al tener en cuenta las diferencias regionales de precios, se nota que estos no explican totalmente los diferenciales de gastos existentes entre ciudades. De ahí que fue necesario considerar otras variables a fin de arrojar cierta evidencia sobre los patrones de consumo existente.

3. En general, el gasto muestra una clara relación de dependencia con respecto al ingreso; en la medida que pasamos de un nivel de ingreso a otro superior el gasto tiende a aumentar en términos absolutos, aunque no en la misma proporción. Dicho patrón de comportamiento es muy típico en la gran mayoría de los estudios de presupuestos familiares. Es decir, las familias de bajos ingresos, generalmente desahorran y las familias de ingresos altos típicamente gastan una menor proporción de su ingreso.

Aunque el ingreso explica el comportamiento promedio de un grupo, muchos otros factores tienen necesariamente que influir en los gastos de la familia. Este hecho se fundamenta en la diversidad de comportamiento que presenta el gasto o el ahorro entre ciudades dentro de un mismo nivel de ingreso. Es así, como al excluir el último nivel de ingreso, Barranquilla es ahora la ciudad con los más altos promedios de gastos en cada nivel de ingreso. Luego siguen Bogotá, Cali y Medellín.

Entre los factores que explican estas diferencias de comportamiento figura la distribución de ingresos de la población. Según hipótesis existente, entre mayor es el grado de desigualdad en la distribución, mayor será la propensión media a ahorrar, dentro de una comunidad. O sea, que el gasto en consumo o el ahorro no dependen únicamente del nivel absoluto de ingreso, sino también de la posición relativa de las personas en la distribución de ingresos. Es así como Medellín que presenta el menor ingreso promedio y la distribución de ingresos más desigual es a la vez la que registra el mayor porcentaje de ingreso ahorrado, aproximadamente un 13% de su ingreso.

4. Entre los gastos y el tamaño familiar también se advierte cierta relación de dependencia. Se observa que el gasto tiende a aumentar con el número de personas, pero dicho aumento es menor que proporcional. En teoría, esto obedece a las *economías de escala* en las grandes familias y por la reducción del consumo por un *efecto ingreso*, esto es, al

aumentar el tamaño familiar las familias se hacen relativamente más pobres, con lo cual pueden disminuir el consumo de algunos bienes.

5. La propensión media a consumir dentro de un menor nivel de ingreso es creciente con el nivel educacional de las personas, o sea que a niveles educacionales más bajos es más alta la propensión media a ahorrar.

6. El factor edad no parece tener una influencia muy marcada en los patrones de gastos; sin embargo, para los grupos familiares cuyos jefes tienen más edad, es notoria cierta disminución de su propensión media a consumir, si se compara con aquellos grupos familiares con jefes relativamente más jóvenes.

7. Según tenencia de la vivienda, se observa que los promedios de gastos son más altos en las familias que viven en casas alquiladas, si se compara con los que residen en viviendas propias o en amortización.

Capítulo 6

AHORRO PUBLICO Y CAPITALIZACION SOCIAL

Por GUILLERMO E. PERRY R. y
MANUEL MARTINEZ

I. Introducción y conclusiones.

1. *Introducción.*

El efecto del ahorro público, y en forma más general de la actividad relacionada con los ingresos y los gastos públicos sobre la capitalización social puede examinarse en dos formas:

1. Analizando el efecto global del ahorro y del gasto público sobre la conducta general del sistema económico y en especial sobre la inversión total.

2. Analizando el efecto de cambios marginales en el ahorro y el gasto público sobre la capitalización.

El primer enfoque se adopta en el Plan de Desarrollo Económico y Social 1970 – 1973 para analizar las interrelaciones entre el monto total de la inversión pública, la inversión privada, el ahorro total, la brecha externa y la tasa de crecimiento del producto.

A partir de dicho análisis se recomienda una cierta tasa de crecimiento de la inversión pública, la cual requiere, según el análisis de la sección XI a más de un cierto flujo de financiamiento externo, ingresos públicos corrientes adicionales.

Por otra parte, Hans Jacks¹ analiza con un modelo dinámico insumo-producto, las interrelaciones del sector público y el sector privado. Encuentra una mayor productividad de la mano de obra en el primero en comparación con el segundo, aun cuando la diferencia tiende a disminuir y a revertirse con el tiempo.

Las conclusiones de estos dos trabajos apuntan hacia la conveniencia de aumentar, en términos relativos, la actividad del sector público en Colombia, por su impacto en el crecimiento y capitalización.

Nota: Los autores agradecen los valiosos comentarios y sugerencias del doctor Jorge Ruiz Lara y especialmente su participación en la sección V de este estudio.

¹ Jacks, Hans, *Un modelo macroeconómico para estudiar los efectos de inversiones privadas y públicas en Colombia*, preliminar, febrero, 1970.

El presente estudio intenta analizar este problema con el segundo enfoque mencionado.

Discute el efecto que pueden tener sobre la capitalización social cambios en la magnitud y en la composición de los ingresos corrientes de los distintos niveles de gobierno, así como en su forma de disponer de ellos para consumo, transferencias e inversión y en la composición de esta última.

Igualmente examina los efectos correspondientes de cambios en el nivel de gasto financiado por recursos diferentes a los ingresos públicos corrientes.

Por ser un análisis marginal, sus conclusiones son válidas exclusivamente para cambios relativamente pequeños.

Es decir, el análisis no permite identificar la magnitud óptima de los cambios.

Los impactos en la capitalización social se estudian descomponiendo el problema en tres aspectos:

- A. Efectos en el nivel de ahorro.
- B. Efectos en la canalización del ahorro hacia la inversión.
- C. Efectos en el valor social de la inversión.

2. *Resumen del contenido.*

La sección II examina el efecto del incremento de ingresos públicos corrientes en el nivel de ahorro. Separa un efecto positivo debido al ahorro público para inversión y al ahorro de las transferencias públicas que resultan de un incremento en los ingresos públicos, de un efecto negativo sobre el ahorro privado que proviene de su incidencia sobre los ingresos de las personas y las sociedades. Analizado en un contexto conceptual estático, se intenta cuantificar estos efectos, distinguiendo entre los distintos niveles de gobierno y los diferentes tipos de ingresos corrientes. El efecto negativo en el ahorro privado se descompone en un efecto ingreso y un efecto sustitución. La cuantificación se refiere exclusivamente al primero de ellos. A continuación se introducen consideraciones dinámicas y se discuten cualitativamente sus implicaciones en relación con el resultado del análisis estático.

La sección III señala que, además del efecto en el nivel de ahorro, importa el grado en que los ahorros se canalizan hacia la inversión. Discute la medida en que el ahorro público se canaliza más hacia la inversión que el privado y el efecto que la actividad pública tiene sobre la canalización de este último.

La sección IV reconoce que importan también las posibles diferencias entre la productividad marginal social de la inversión financiada con ahorro público y aquella financiada con ahorro privado. Ante la imposibilidad de afrontar directamente este problema, discute si al menos la inversión pública (y, en general, el gasto-público) se concentra en las actividades en las cuales, al menos conceptualmente, cabe esperar una ventaja por el hecho de que las acometa el sector público y no el privado.

Finalmente y aunque en sentido estricto no corresponde al tema del estudio, la sección V discute los efectos sobre el nivel de ahorro y la capitalización que pueden tener los gastos públicos no financiados con ahorro público (es decir, con recursos distintos a los ingresos públicos corrientes). En particular, se analiza el efecto de la financiación pública a través de operaciones en el mercado de capitales (bonos de desarrollo y otros), mediante empréstitos externos y utilizando crédito del Banco de la República.

3. *Resumen de las conclusiones.*

Cabe advertir que la base de datos para la realización de varios cálculos deja mucho

que desear. El interés del trabajo es principalmente metodológico y sus resultados son meramente indicativos del orden de magnitud y la dirección de los efectos estudiados.

Con una base de datos más amplia y actualizada, como la que permitiría la riqueza potencial de información del Ministerio de Hacienda y de la encuesta de hogares del CEDE, las conclusiones podrían fundamentarse más sólidamente y sería conveniente extender y cuantificar el análisis en mayor detalle.

Las principales conclusiones son las siguientes:

1. Un incremento en los ingresos públicos corrientes, proporcional a su composición actual, tendría un efecto neto positivo en el nivel de ahorro y en su canalización hacia inversión productiva.

En efecto, los cálculos basados en hipótesis de comportamiento razonables dentro de un marco conceptual de análisis estático, indican que el efecto positivo —debido al ahorro público y al ahorro de las transferencias públicas inducidos por tal incremento— sería superior al efecto ingreso negativo sobre el ahorro privado —debido a su incidencia sobre los ingresos de las personas y las sociedades—. El valor del efecto positivo se calcula en aproximadamente 36 centavos por cada peso de incremento, y para el efecto ingreso negativo se estimaron dos rangos (con datos de estudios realizados para dos años diferentes); entre .34 y .18 y entre .36 y .29.

Al efecto ingreso negativo, aún en el análisis estático, se superpone un efecto sustitución de consumo por ahorro debido al deterioro de los términos de intercambio entre consumo futuro y consumo presente. Este efecto es negativo, aunque seguramente no tan importante como el anterior, para los ingresos por impuestos directos (menos del 50 % del total) y casi neutro para los ingresos por impuestos indirectos.

Las consideraciones dinámicas refuerzan ligeramente las conclusiones del análisis estático en relación con el efecto del incremento enunciado sobre el nivel de ahorro. Se encuentran algunos aspectos negativos adicionales: el efecto ingreso negativo se refuerza un poco debido a desincentivos al trabajo de las personas causados por la mayoría de los impuestos y la consideración de hipótesis de comportamiento más complejas y realistas que las utilizadas en el análisis estático lleva a concluir que el efecto ingreso es un poco más acentuado en cuanto al ahorro de las sociedades de capital, en el caso de impuestos que recaen en una alta proporción sobre sus utilidades (impuesto de renta a las sociedades, aduanas, industria y comercio y, en menor proporción ventas), y que los impuestos directos conllevan un ligero desincentivo a la inversión. Se juzga, sin embargo, que los efectos positivos adicionales son más importantes: incentivos positivos a la inversión debido a los impuestos indirectos, incentivos al trabajo de los impuestos al consumo suntuario (tarifas altas en ventas y aduanas, automóviles, alcohol, cigarrillos, etc.) y, principalmente, incentivos indirectos al ahorro y a la inversión debido al efecto estabilización de los impuestos y la conclusión de que al considerar hipótesis más complejas sobre el comportamiento del sector público se refuerzan los efectos positivos del análisis estático. Además, si el efecto neto es positivo, como concluye el análisis, la consideración de los patrones de reinversión del producido de las inversiones financiadas con ahorro público y ahorro privado refuerza la conclusión.

Por último, se estima que el ahorro público se canaliza en un mayor porcentaje que el ahorro privado hacia la inversión productiva y que algunos impuestos —los que recaen sobre la propiedad, los de ventas y aduanas, en virtud de sus tarifas altas sobre bienes de consumo durable, los de automóviles y gasolina— al desestimular el mantener los ahorros en formas improductivas —especulación en bienes de finca raíz, bienes de consumo durable, etc.— contribuyen a que una mayor proporción del ahorro privado se canalice hacia la inversión productiva.

2. Aunque no se concluye sobre el valor relativo de la productividad marginal social de la inversión financiada con ahorro público y con ahorro privado, el análisis muestra que la inversión pública —y, en general, los gastos públicos— se concentran en las áreas donde cabe esperar ventajas de que sea el sector público el que los acometa (debido a consideraciones redistributivas, a la existencia de monopolios naturales y de externalidades importantes como en el caso de bienes públicos y otros). Se confirma sí que las conclusiones del análisis anterior subestiman la contribución del sector público a la capitalización social al catalogar como gastos corrientes inversiones en capital humano, como son los gastos en educación, salud y saneamiento ambiental y que no es posible juzgar la productividad marginal social de la inversión financiada con ahorro público con base exclusiva en su rentabilidad monetaria y en consideraciones sobre la *eficiencia* del gobierno.

3. Al distinguir entre niveles de gobierno se concluye que lo que se afirma en 1. para el sector público, vale para cada nivel de gobierno tomado por sí solo.

El análisis estático favorece especialmente los incrementos en ingresos públicos municipales.

Los departamentos acusan el menor ahorro marginal pero al mismo tiempo, el menor efecto negativo sobre el ahorro privado y lo contrario ocurre para el gobierno nacional. Se concluye, asimismo, que no resulta conveniente incrementar el gasto de departamentos e institutos descentralizados a través de aumentos en transferencias, sino por incrementos de sus ingresos propios.

4. En general, el análisis estático cuantitativo acusa una mayor incidencia negativa en el ahorro privado de los impuestos que son más progresivos y que recaen más sobre las utilidades de las sociedades de capital.

Así, los efectos negativos ocurren en orden de importancia en los impuestos de renta a las sociedades de capital, de aduanas, de renta a personas naturales, de ventas, en el impuesto predial, en el de industria y comercio y en el de autos y gasolina. Otros impuestos indirectos (cerveza, espectáculos, etc.) y principalmente el de alcohol y cigarrillos y el de café tienen un efecto negativo despreciable.

Naturalmente el grado de progresividad de un impuesto, por más que tenga un efecto negativo sobre el ahorro, no constituye un defecto sino antes bien una cualidad. Se exceptúa el caso de las tarifas progresivas en el impuesto de renta a sociedades y el de exceso de utilidades de sociedades, puesto que su progresividad no tiene un efecto importante en la redistribución del ingreso.

El análisis de efecto sustitución, de las consideraciones dinámicas y de canalización del ahorro favorece aún más, en términos de capitalización, los impuestos indirectos que los directos, en especial a aquellos que gravan el consumo suntuario.

Los impuestos prediales (directos) tienen, sin embargo, un efecto positivo importante en la canalización del ahorro hacia la inversión productiva.

Por último, los impuestos de carácter transitorio tienen un efecto mucho más negativo sobre el ahorro privado que los de tipo permanente.

5. La inversión forzosa en papeles del gobierno para financiar el gasto público, impuesta a las compañías de seguros, sociedades capitalizadoras y fondos de inversión, tiene un efecto negativo sobre el ahorro. En efecto, aunque constituye una transferencia en principio neutra en su efecto sobre el ahorro total (ahorro privado a público), al rebajar la rentabilidad de las sociedades enunciadas desestimula el ahorro privado y permite un efecto sustitución en favor de inversiones especulativas y otras de baja productividad social.

La inversión forzosa como sobretasa al impuesto de renta repercute negativamente en el ahorro, como toda sobretasa, debido a su carácter temporal. Sin embargo el hecho de que el recargo se establezca en la forma de inversión forzosa atenúa el efecto negativo.

6. La financiación de gasto público mediante bonos de suscripción voluntaria tiene un efecto ligeramente positivo sobre el ahorro total, debido a que tales papeles amplían la gama de alternativas socialmente productivas abierta al ahorrista privado.

7. La financiación del gasto público mediante crédito del Banco de la República al gobierno nacional tiene un efecto neto negativo sobre el ahorro total, como quiera que esta alternativa probablemente implica, dada la filosofía vigente en el manejo monetario, reducir correspondientemente el crédito dirigido a actividades productivas a corto plazo.

8. La financiación de gasto público mediante crédito externo tiene un efecto positivo sobre el ahorro total en virtud de que ocurre a través de fuentes con términos muy favorables que no estarían a disposición de la inversión privada. El efecto positivo se atenúa por las "ataduras" (en cuanto a suministros, pagos en divisas libremente convertibles, etc.) que tales préstamos usualmente conllevan.

II. Efectos en el nivel de ahorro.

1. *Análisis estático.*

A. Análisis agregado.

a) Definiciones:

$$A_{\text{pub}} = T - G_{\text{pub}} = A'_{\text{pub}} + T_r$$

$$A_{\text{priv}} = Y_{\text{dpriv}} - C_{\text{priv}}$$

$$A = A'_{\text{pub}} + A_{\text{priv}}$$

donde:	A_{pub}	= Ahorro público
	A'_{pub}	= Superávit público en cuenta corriente
	T	= Ingresos públicos corrientes
	A_{priv}	= Ahorro de personas naturales y empresas de capital
	Y_{dpriv}	= Ingreso disponible privado
	C_{priv}	= Consumo privado
	G_{pub}	= Gastos públicos corrientes (excluyendo transferencias)
	T_r	= Transferencias del sector público al privado
	A	= Ahorro total

Notas: Se desprecian las transferencias del sector privado al público (los pagos de seguridad social son clasificados como impuestos directos en las cuentas nacionales y por tanto forman parte de los ingresos públicos corrientes).

T_r forma parte de Y_{dpriv}

b) Hipótesis de conducta:

Se supone que el sector público decide cuanto gasta (G_{pub}), y por lo tanto cuanto ahorra (A_{pub}), como función de sus ingresos corrientes.

Es decir:
$$A_{pub} = A_{pub}(T)$$

Efectuada esta decisión se supone que el sector público decide cuanto transfiere (y por consiguiente cuanto conserva como superávit en cuenta corriente para amortizar deuda y financiar su inversión) como función de su ahorro. Es decir:

$$T_r = T_r(A_{pub})$$

Por otra parte se supone que el ahorro privado es función de su ingreso disponible y del monto de ingresos públicos corrientes:

$$A_{priv} = A_{priv}(Y_{dpriv}, T)$$

Nota: Debe advertirse que las empresas comerciales del Estado aparecen en las cuentas nacionales bajo la cuenta de empresas de capital y no bajo la cuenta de gobierno. Por tanto, en cuentas nacionales, T se refiere especialmente a ingresos tributarios. No obstante lo anterior, las utilidades de las empresas licoreras se clasifican como impuestos indirectos.

c) Análisis:

El efecto de aumentos en los ingresos públicos corrientes sobre el nivel de ahorro depende principalmente de qué porcentaje del aumento es ahorrado por el sector público y de cómo afecta al ahorro privado el recaudo de los ingresos adicionales.

En efecto, en términos estáticos y suponiendo que no hay transferencias importantes de ahorro entre sector público y sector privado:

$$T_r = 0 \quad \text{y por tanto} \quad A_{pub} = A'_{pub}$$

$$(1) \quad A(Y_{dpriv}, T) = A_{pub}(T) + A_{priv}(Y_{dpriv}, T)$$

Un incremento en T aumentará A si y sólo si la propensión marginal del sector público a ahorrar de sus ingresos corrientes es mayor que la disminución del ahorro privado debido al aumento en T :

$$(2) \quad \frac{dA}{dT} = \frac{dA_{pub}}{dT} + \frac{dA_{priv}}{dT} > 0 \Leftrightarrow \frac{dA_{pub}}{dT} > -\frac{dA_{priv}}{dT}$$

Tomando en consideración T_r tenemos:

$$(3) \quad \frac{dA}{dT} = \frac{dA'_{pub}}{dT} + \frac{dA_{priv}}{dT}$$

pero,

$$\frac{dA_{pub}}{dT} = \frac{dT_r}{dA_{pub}} \times \frac{dA_{pub}}{dT} + \frac{dA'_{pub}}{dT}$$

o sea,

$$(4) \quad \frac{dA'_{pub}}{dT} = \frac{dA_{pub}}{dT} \left(1 - \frac{dT_r}{dA_{pub}} \right)$$

y

$$(5) \quad \frac{dA_{priv}}{dT} = \frac{\partial A_{priv}}{\partial T} + \frac{\partial A_{priv}}{\partial Y_{dpriv}} \times \frac{\partial T_r}{dA_{pub}} \times \frac{dA_{pub}}{dT}$$

Remplazando (5) y (4) en (3) se obtiene:

$$(6) \quad \frac{dA}{dT} = \frac{dA_{pub}}{dT} \left[1 - \frac{dT_r}{dA_{pub}} \left(1 - \frac{\partial A_{priv}}{\partial Y_{dpriv}} \right) \right] + \frac{\partial A_{priv}}{\partial T}$$

o sea, en comparación con (2) se obtiene:

$$(7) \quad \frac{dA}{dT} > 0 \Leftrightarrow \frac{dA_{pub}}{dT} \left[1 - \frac{dT_r}{dA_{pub}} \left(1 - \frac{\partial A_{priv}}{\partial Y_{dpriv}} \right) \right] > - \frac{\partial A_{priv}}{\partial T}$$

Es decir, el ahorro total aumenta con un aumento en ingresos públicos corrientes si y solo si el aumento en ahorro debido al mayor ahorro público, teniendo en cuenta que una parte de este se transfiere:

$$\left(\frac{dT_r}{dA_{pub}} \right)$$

y que una parte de esta transferencia se consume:

$$\frac{dT_r}{dA_{pub}} \left(1 - \frac{\partial A_{priv}}{\partial Y_{dpriv}} \right)$$

es mayor que la disminución en ahorro privado debido al recaudo de los ingresos públicos adicionales:

$$- \frac{\partial A_{priv}}{\partial T}$$

Como una primera aproximación al término de la izquierda de la inecuación (7) se estima:

$$- \frac{dA_{pub}}{dT}$$

y las propensiones a transferir ahorro público a personas naturales y a sociedades de capital de las cuentas nacionales. En el contexto del presente análisis estático cabe suponer que estas transferencias afectan el ingreso disponible de las personas y el ahorro personal a través suyo y que las transferencias a las sociedades de capital son retransferidas a personas naturales según la propensión a distribuir utilidades de las sociedades de capital. Bajo estos supuestos, el término de la izquierda en (7) queda:

$$(8) \quad \frac{dA_{pub}}{dT} \left[1 - \frac{dT_{rper}}{dA_{pub}} \left(1 - \frac{dA_{per}}{dY_{dper}} \right) - \frac{dT_{rsoc}}{dA_{pub}} \left(1 - \frac{\partial A_{soc}}{\partial U} \right) \left(1 - \frac{dA_{per}}{dY_{dper}} \right) \right]^*$$

* Véanse cuadros 6.1 y 6.2.

CUADRO 6.1 – INGRESOS, GASTOS CORRIENTES Y AHORRO DEL SECTOR PUBLICO
(Millones de pesos)

Año	Ingreso corriente T	Consumo total G _{pub}	Subsidios a empresas T _{rsoc}	Transferencias a personas T _{rper}	Ahorro A' _{pub}	Impuestos directos		
						Impuestos indirectos	Sociedades de capital	Unidades familiares
1950	751.9	433.2	11.2	53.4	259.0	471.2	133.9	118.6
1951	970.4	520.8	7.6	60.9	385.8	603.3	168.4	136.9
1952	1.076.4	581.8	11.3	70.6	419.0	658.8	174.4	179.3
1953	1.240.3	724.1	13.9	84.0	425.9	742.0	166.2	250.1
1954	1.545.4	856.0	17.8	95.0	585.7	968.2	185.7	315.1
1955	1.701.3	937.9	28.5	125.4	620.4	1.023.9	238.0	352.6
1956	1.781.9	959.4	45.1	150.9	638.8	1.032.4	228.1	429.2
1957	1.948.6	1.021.6	31.4	161.8	747.8	1.102.1	277.4	467.0
1958	2.404.0	1.196.1	39.1	198.7	985.3	1.410.6	341.4	515.5
1959	2.796.3	1.369.5	35.5	196.9	1.210.9	1.564.0	434.6	616.4
1960	3.157.0	1.659.3	61.9	211.9	1.248.3	1.735.3	538.7	701.7
1961	3.368.4	2.016.0	77.6	260.1	1.042.7	1.824.3	569.2	723.9
1962	3.439.6	2.356.0	95.4	391.8	622.6	1.844.1	580.6	808.3
1963	4.382.6	3.149.0	115.1	532.8	618.2	2.346.5	816.9	1.081.7
1964	6.161.7	3.483.6	178.5	601.6	1.946.0	3.481.6	1.232.8	1.376.4
1965	6.980.5	3.954.3	113.6	759.4	2.202.8	4.017.8	1.247.4	1.526.5
1966	9.605.9	4.910.4	345.6	966.1	3.446.9	6.065.5	1.497.9	1.964.0
1967	11.030.4	5.716.8	193.7	1.193.2	4.001.8	3.335.9	1.839.9	2.736.3
1968	13.892.5	6.301.6	211.0	2.049.5	5.429.1	7.869.2	2.173.4	3.385.0

Fuente: Cuentas Nacionales.

donde: T_{rper} = Transferencias del sector público a las unidades familiares.

T_{rsoc} = Transferencias del sector público a las empresas de capital.

$A_{per}(Y_{dper})$ = Ahorro de las personas como función del ingreso disponible personal.

$A_{soc}(U, \cdot)$ = Ahorro de las sociedades como función de sus utilidades y de otras variables no especificadas, de modo que

en el contexto estático: $\frac{\partial A_{soc}}{\partial U}$ es la propensión a no distribuir utilidades.

La fórmula (8) dice que el efecto positivo del incremento de ingresos públicos es igual a la propensión marginal a ahorrar del sector público excluyendo la parte de este ahorro que, transferido a las personas, se consume:

$$\frac{dT_{rper}}{dA_{pub}} \left(1 - \frac{dA_{per}}{dY_{dper}}\right)$$

y la parte que transferida a las empresas, finalmente se consume:

$$\frac{dT_{rsoc}}{dA_{pub}} \left(1 - \frac{\partial A_{soc}}{\partial U}\right) \left(1 - \frac{dA_{per}}{dY_{dper}}\right)$$

CUADRO 6.2. — AHORRO PUBLICO, AHORRO PRIVADO Y FINANCIAMIENTO DE LA FORMACION DE CAPITAL (Pesos corrientes)

Años	Ahorro público		Ahorro privado			
	Ahorro A' pub	Superávit ¹ Transferencias de ahorro externo	Sociedades de capital:		Unidades familiares Aper.	Financiamiento
			Ahorro	Depreciación			Asociaciones
1950	259.0	+ 13.7	85.9	480.6	485.5	1.324.7
1951	385.8	- 9.5	86.4	589.6	308.0	1.360.3
1952	419.0	- 16.5	86.4	647.0	356.7	1.492.6
1953	425.9	- 27.0	109.7	707.6	423.9	1.640.1
1954	585.7	+ 28.7	180.6	794.3	552.7	2.142.0
1955	620.4	+ 325.0	171.2	912.2	352.3	2.381.1
1956	638.8	+ 122.7	238.0	1.062.3	642.8	2.704.6
1957	747.8	- 43.7	326.6	1.632.9	869.4	3.533.0
1958	985.3	- 225.3	451.1	2.436.6	214.9	3.862.6
1959	1.210.9	- 379.6	614.0	2.541.1	409.2	4.395.6
1960	1.248.3	+ 299.0	773.9	2.666.9	506.7	5.494.8
1961	1.042.7	+ 909.1	754.6	2.803.8	824.8	6.335.0
1962	622.6	+ 761.1	787.6	3.132.8	1.100.6	6.404.7
1963	618.2	+ 1.304.2	1.232.0	4.080.8	609.3	7.844.5
1964	1.946.0	+ 1.590.3	1.368.3	4.304.2	393.2	9.602.0
1965	2.202.8	+ 278.6	1.675.9	4.996.0	1.588.9	10.742.2
1966	3.446.9	+ 3.427.0	2.063.5	6.289.3	- 183.3	15.040.4
1967	4.001.8	+ 1.041.8	1.969.0	7.110.1	1.217.8	15.341.0
1968	5.429.1	+ 3.263.1	2.312.4	8.129.6	1.272.0	20.406.2

Fuente: Cuentas Nacionales.
¹(-) Superávit (+) Déficit En C.C.

Esta fórmula constituye una aproximación, válida para cambios marginales, pues no toma en cuenta efectos de segundo orden de las transferencias entre personas y empresas.

$\frac{dA_{per}}{dY_{per}}$ de corto plazo, fué calculado por Lester Taylor² como .19. Por otra parte, de la encuesta de hogares del CEDE para 1967 se calculó en forma preliminar la función:

$$\log C_{per} = 1.13441 + 0.7071 \log Y_{per}$$

donde Y_{per} es ingreso total trimestral y C_{per} es consumo total trimestral de las personas en unidades de 10 pesos.

Esta ecuación fue calculada tomando en cuenta los alquileres imputados como parte de Y pero no como parte de C por un error en la definición de esta variable. Por lo tanto la ecuación subestima a: $a = 1.13441$ y también: $b = 0.7071$, la elasticidad del consumo con respecto al ingreso. Sin embargo, la subestimación en la elasticidad posiblemente no es grande. En ausencia de otros datos en el momento de escribir este trabajo, se tomó: $b = 0.7071$ y se procedió a calcular la propensión marginal a ahorrar en la forma siguiente:

²Taylor, Lester, *Personal saving in Colombia*, Part II, noviembre 15, 1968.

CUADRO 6.3 — ESTIMACION DE PROPENSION MARGINAL A AHORRAR DE DISTINTOS GRUPOS DE INGRESO

Datos Cede ¹			Datos Mc Lure			Datos Taylor		
\bar{Y}_{per}^j	$\frac{dA_{per}}{dY_{per}}$	(\bar{Y}_{per}^j)	\bar{Y}_{per}^j	$\frac{dA_{per}}{dY_{per}}$	(\bar{Y}_{per}^j)	\bar{Y}_{per}^j	$\frac{dA_{per}}{dY_{per}}$	(\bar{Y}_{per}^j)
	b_1^*	b_2^*		b_1	b_2		b_1	b_2
2.000	- 1.05	- 1.32	2.710	- .25	- .60	1.822	- . 8	- 1.1
6.000	.02	- .11	4.030	- .15	- .40	4.601	- . 1	- . 4
10.000	.20	.09	5.273	- .02	- .25	6.186	. 03	- . 1
14.000	- .024	.14	7.786	.14	.01	23.610	. 36	.28
18.000	. 30	.21	13.819	.25	.14	$dA_{per} =$	.187	.06
24.000	. 36	.28	24.383	.36	.28	dY_{per}		
32.000	. 35	.26	53.363	.43	.37			
70.000	. 43	.36	1.047.079	.43	.37	$\frac{dA_{per}}{dY_{per}} =$	$\sum \frac{Y_{per}^j}{Y_{per}}$	$\times \frac{dA_{per}}{dY_{per}}$
70.000	+ . 43 ²	.36	$\frac{dA_{per}}{dY_{per}} =$	.224	.096			(\bar{Y}_{per}^j)

¹ Tomando la función consumo $\log C = 1.34 + 0.7071 \log Y$ donde $\frac{dA_{per}}{dY_{per}} = 1 - b \frac{C}{Y}$

² Suponiendo que a partir de un ingreso de 70.000, $\frac{dA_{per}}{dY_{per}}$ permanece constante.

* $b_1: b = 0.7071$

$b_2: b = 0.80$

Del cuadro 6.3, se tomó el gasto trimestral promedio de personas en distintos rangos de ingresos. Se supuso el ingreso promedio en el centro del rango (esta suposición puede sesgar aún más hacia abajo la propensión marginal a consumir, dada la forma de la distribución de ingresos en Colombia que hace que, en general, el ingreso promedio esté por debajo del punto medio del rango de ingresos). Se calcularon así puntos de la función propensión marginal a ahorrar versus ingreso total.

$$\frac{dA_{per}}{dY_{per}} (\bar{Y}_{per}^j) = 1 - 0.7071 \frac{\bar{C}_{per}^j}{\bar{Y}_{per}^j}$$

donde \bar{C}_{per}^j \bar{Y}_{per}^j son el consumo e ingreso trimestral promedio de las personas en el grupo j . \bar{Y}_{per}^j se convirtió a ingreso promedio anual. Los resultados aparecen en el cuadro 6.3. Con ellos se aproximaron los gráficos 6.1 y 6.2.

Se supuso a continuación que un incremento ΔY_{per} se distribuiría por grupos según la distribución del ingreso:

$$\Delta Y_{per}^j = M^j \Delta Y_{per}$$

donde M^j es la cantidad de ingreso personal en manos de las personas del grupo j .

Así:

$$\Delta A_{per} = \frac{dA_{per}}{dY_{per}} \Delta Y_{per} = \sum_j \frac{dA_{per}}{dY_{per}} (\bar{Y}_{per}^j) \Delta Y_{per}^j$$

GRAFICO 6.1

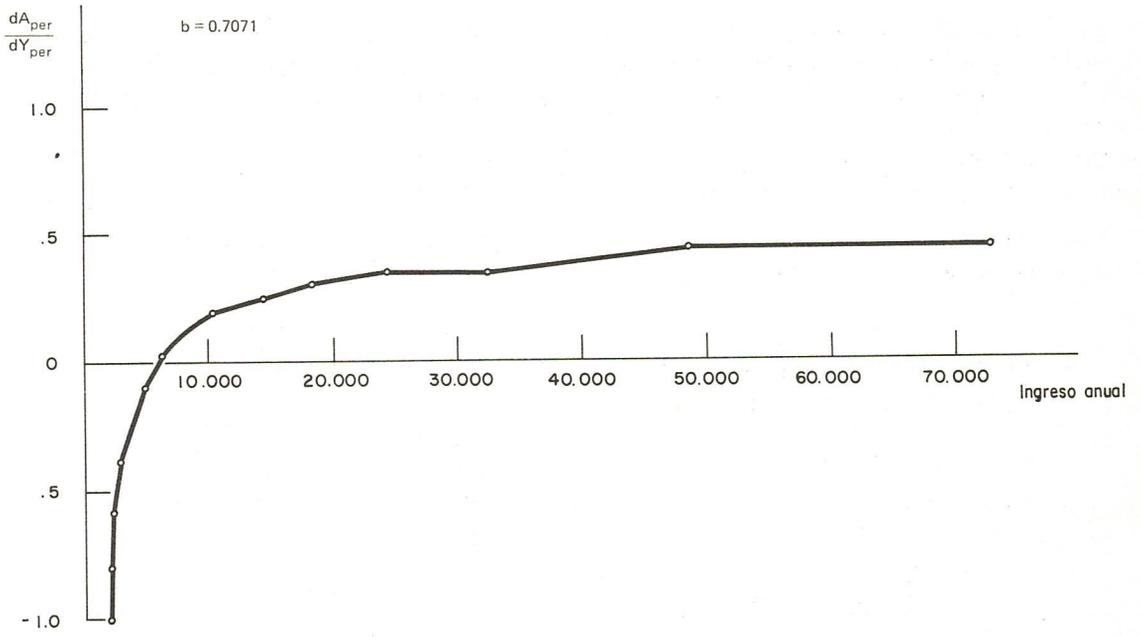
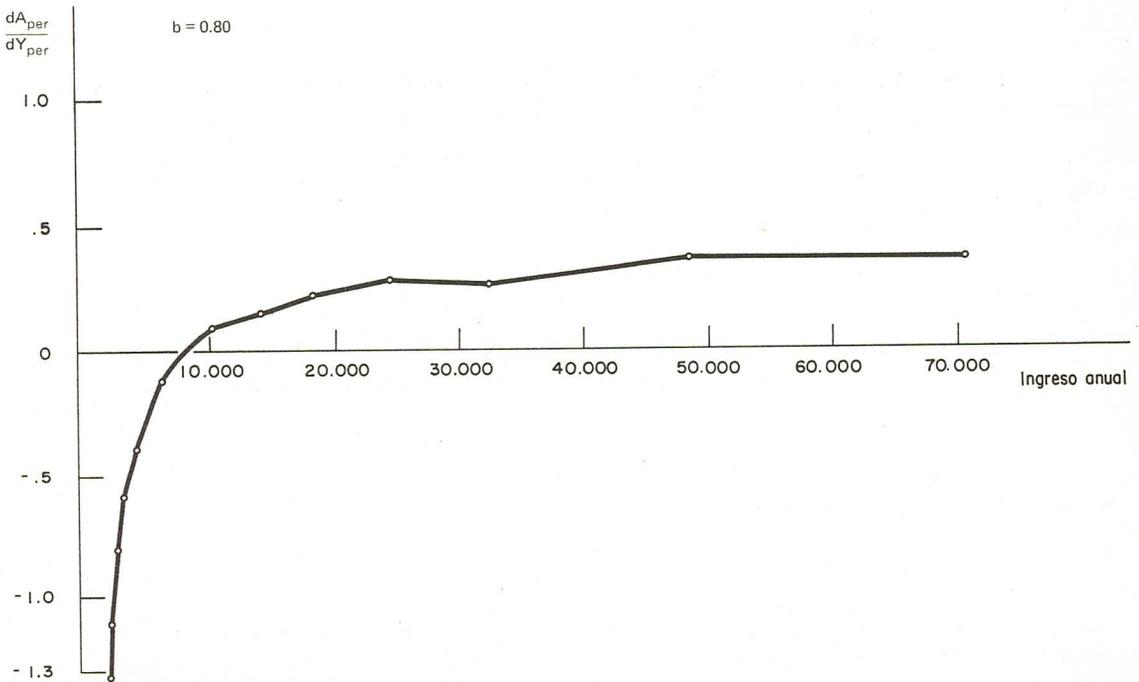


GRAFICO 6.2



$$(9) \quad = \left(\sum_j \frac{dA_{per}}{dY_{per}} (\bar{Y}_{per}^j) M^j \right) \Delta Y_{per}$$

La fórmula (8) se aplicó, como lo muestra el cuadro 6.11 (pág. 107), a los datos de Taylor³ para 1961 y a los de Mc Lure⁴ para 1966. Se deflactaron los ingresos a pesos de 1967 utilizando los índices de precios de consumidor —empleados— del DANE. No se utilizó el de obreros, porque, aun cuando cubre un mayor número de personas, contiene un sesgo importante por el peso que tienen algunos artículos como la papa, desproporcionado a su importancia en la canasta actual.

Los resultados son .18715 y .2242. Estos resultados concuerdan con el de Taylor (.19) y en consecuencia se tomó .19 y .22.

Finalmente cabe advertir que el cálculo supone:

$$\frac{dA_{per}}{dY_{dper}} = \frac{dA_{per}}{dY_{per}}$$

lo cual, si bien no es cierto:

$$\left(\frac{dA_{per}}{dY_{dper}} > \frac{dA_{per}}{dY_{per}} \right)$$

se compensa con el hecho de que no tenemos en cuenta el ahorro público de la diferencia:

$$dY_{per} - dY_{dper}$$

Asimismo, se tomó:

$$\frac{\partial A_{soc}}{\partial U} = .35$$

según estimación basada en los datos de la Superintendencia de Sociedades Anónimas⁵, se obtiene un valor para el término de la izquierda en (7) entre .4 y .41.

Aún suponiendo que:

$$\frac{\partial A_{priv}}{\partial T} \text{ sea } 1.5 \text{ veces } \frac{dA_{per}}{dY_{dper}}$$

se concluye que, al menos examinado bajo supuestos estáticos, el incremento de ingresos corrientes del sector público tiene un efecto positivo importante en el ahorro total.

³Taylor, Lester, *Fiscal Survey of Colombia*.

⁴Mc Lure, Charles, *Incidence of the tax systems*.

⁵Este valor puede sobreestimar $\frac{\partial A_{soc}}{\partial U}$ puesto que las sociedades anónimas tienden, en general, a ahorrar más que otras sociedades de capital.

Caben varias observaciones. El valor de .4 puede ser alto si se compara con lo que se obtiene de examinar separadamente cada nivel de gobierno a partir de cifras diferentes a las de cuentas nacionales. Aun cuando el sector público agregado en estas últimas no es el agregado de los otros según los problemas definicionales señalados antes, el análisis que sigue indica que el término de la izquierda en (7) es menor que .4 para todos los niveles de gobierno.

Sin embargo, se ha trabajado con la propensión marginal a ahorrar de corto plazo de las personas. Aunque esta es la magnitud correcta para estimar el efecto inicial que tienen sobre el ahorro de personas cambios en el nivel de ingresos del sector público, el efecto negativo será menor en el largo plazo. Por ejemplo, Taylor calcula la propensión marginal a ahorrar de las personas en el largo plazo como .05 mientras la de corto plazo es .19. Aunque esta diferencia puede ser exagerada, ilustra que la comparación anterior está sesgada en contra del efecto positivo sobre el ahorro total de incrementos en el nivel de ingresos públicos corrientes.⁶

Además, como se mencionó, la elasticidad consumo del ingreso puede estar subestimada. Los cálculos para una elasticidad de 0.8 se incluyen en el cuadro 6.3.

Resultan en $\frac{dA_{per}}{dY_{dper}}$ entre 6% y 9.6%.

En seguida especializaremos la discusión considerando la conducta de ahorro de los distintos niveles de gobierno.

B. Consideración de los distintos niveles de gobierno.

Debido a la gran independencia de los distintos niveles de gobierno en cuanto a su conducta de ahorro, cabe examinar separadamente el efecto de incrementar los ingresos corrientes de gobierno nacional, gobiernos departamentales (y entidades públicas del orden departamental), gobiernos municipales (y entidades públicas del orden municipal) e institutos descentralizados del orden nacional.

a) Definiciones:

$$A_i = \text{Ahorro del nivel } i = T_i - G_i$$

$$T_i = \text{Ingresos corrientes del nivel } i$$

$$G_i = \text{Gastos corrientes del nivel } i$$

$$T_{ij} = \text{Transferencias del nivel } i \text{ al nivel } j$$

$$i = N: \text{ Gobierno nacional}$$

$$i = M: \text{ Gobiernos municipales}$$

$$i = I: \text{ Institutos descentralizados}$$

$$i = D: \text{ Gobiernos departamentales}$$

⁶Una menor $\frac{dA_{per}}{dY_{per}}$ hace decrecer el término de la izquierda en (7) pero no tanto como el de la derecha.

CUADRO 6.4 – GOBIERNO NACIONAL

	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Ingresos corrientes netos T_N	2.199	2.114	3.069	3.847	3.948	6.027	6.688	8.057	9.250
Gasto corriente neto	1.126	1.290	1.802	1.916	2.040	2.786	2.903	3.390	3.953
Ahorro (superávit) A_N	1.073	824	1.267	1.931	1.908	3.241	3.785	4.667	5.297
Amortización deuda	69	120	456	604	703	963	1.212	1.480	1.109
Inversión	1.532	1.214	1.296	1.562	1.330	1.852	2.626	3.710	3.987
Crédito bruto	—	—	1.018	999	897	520	918	1.947	1.851
Gasto por transferencias $\sum_j T_{Nj}$	389	624	707	962	970	1.335	1.390	1.794	2.465

Fuente: Banco Mundial y Revista Banco de la República.

b) Hipótesis de conducta:

Se supone que cada nivel i ahorra en función de sus ingresos corrientes (los cuales incluyen transferencias de los otros niveles al nivel i), o sea:

$$A_i = A_i(T_i)$$

y que transfiere ahorro a otros niveles en función de su nivel de ahorro:

$$T_{ij} = T_{ij}(A_i)$$

c) Análisis:

Para un nivel i de gobierno:

$$\frac{\partial A_{pub}}{\partial T_i} = \frac{dA_i}{dT_i} \left[1 - \sum_j \frac{dT_{ij}}{dA_i} \left(1 - \frac{dA_j}{dT_j} \right) \right]$$

Esta fórmula constituye una aproximación puesto que ignora efectos de segundo orden de las transferencias entre niveles. Dice que un incremento en T_i aumenta A_{pub} según la pro-

CUADRO 6.5 – DEPARTAMENTOS

(Millones de pesos)

	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967
Ingresos corrientes totales T_D	590.9	634.0	741.2	926.3	980.4	1.281.4	1.541.5	1.708.0	2.011.3	2.134.9
Ingresos corrientes netos	521.8	569.7	606.7	676.6	762.2	998.9	1.194.8	1.312.2	1.571.3	1.690.7
Ingresos por transferencia totales	69.1	64.3	134.5	249.7	218.2	282.5	346.7	396.6	440.0	442.2
T_{ND}	63.0	60.7	127.8	242.5	214.4	280.4	344.3	394.2	436.9	438.0
T_{MD}	5.1	2.6	2.7	4.2	1.0	.3	1.0	.4	.7	.8
T_{ID}	1.0	1.0	4.0	3.0	2.8	1.8	1.1	2.0	2.4	5.4
Gasto corriente total	376.1	447.1	523.0	644.8	733.5	924.0	1.155.8	1.281.2	1.516.1	1.600.5
Gasto por transfe- rencias totales $\sum_{j \neq D} T_{Dj}$	76.5	81.2	85.7	114.5	115.0	243.7	336.0	373.2	424.7	405.4
Gasto corriente neto	299.6	365.9	437.3	530.3	618.5	680.3	819.8	908.0	1.091.4	1.195.1
Superávit en cta. cte. A_D	291.3	261.8	303.9	396.0	361.9	601.1	721.7	808.8	919.9	939.8
Servicio deuda interna	55.4	53.9	39.5	42.2	55.4	65.9	79.1	92.1	82.4	107.4
Inversión	189.7	180.5	253.6	279.5	284.6	340.9	389.9	415.0	456.5	553.7

Fuente: Boletín de la Dirección General de Presupuesto 1970

CUADRO 6.6 – MUNICIPIOS
(Millones de pesos)

	1966	1967	Estimado 1968	Estimado 1969	Estimado 1970
Ingreso corriente total T_M	2.096	2.827	3.820	4.825	5.475
Ingresos por trans- ferencias $\sum_{i \neq M} T_{IM}$	236	269	280	300	340
Ingreso corriente neto	1.860	2.558	3.540	4.525	5.135
Gasto corriente neto	1.386	1.655	2.300	2.850	3.260
Superávit (ahorro) A_M	710	1.172	1.520	1.975	2.215
Inversión	879	1.312	1.425	1.690	2.000

Fuente: Banco Mundial, *Economic Growth of Colombia: Problems & Prospects*.

pensión marginal a ahorrar el nivel i de sus ingresos corrientes y según la parte de este ahorro que al transferirlo se gasta en gastos corrientes.

En el anexo se describen los cálculos de estos parámetros. Para gobierno nacional se tomaron los datos de la Revista del Banco de la República (con base en el movimiento de caja de la Tesorería General de la República) con excepción de T_{Ni} que se calculó con base en los informes de la Contraloría General de la República. El cálculo se efectuó también separando las transferencias nacionales para funcionamiento e inversión de los otros niveles, de modo que:

$$\frac{\partial A_{pub}}{\partial T_N} \approx \frac{dA_N}{dT_N} \left(1 - \frac{dT_{rNf}}{dA_N} \right)$$

donde T_{rNf} son las transferencias para funcionamiento.

Para los demás niveles se tomaron los datos del Boletín de la Dirección General de Presupuesto, 1970. Estas cifras contienen inconsistencias internas (en las cifras de transferencias) que tuvieron que ser resueltas arbitrariamente. Para municipios no existe discriminación de gastos corrientes ni transferencias. Hubo necesidad de utilizar la estimación del Banco Mundial para los primeros⁷ y los datos de ingresos de los otros niveles para las segundas. Como las transferencias de municipios son principalmente pagos de seguridad social —transferencias a institutos descentralizados del orden nacional— para este nivel las transferencias se calcularon como función de los gastos en cuenta corriente. Es decir:

$$\frac{\partial A_{pub}}{\partial T_M} \approx \frac{dA_M}{dT_M} + \left(1 - \frac{dA_M}{dT_M} \right) \times \frac{T_{MI}}{G_M} \times \frac{dA_I}{dT_I}$$

Donde: G_M son los gastos corrientes municipales.

⁷*Economic Growth of Colombia: problems and prospects*, noviembre 1, 1970.

CUADRO 6.7 – INSTITUTOS DESCENTRALIZADOS
(Millones de pesos)

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
1. Ingresos corrientes totales T_I	3.215	3.855	4.770	7.248	9.889	12.312	16.685
2. Ingresos corrientes netos	2.377	2.852	3.487	5.329	6.978	8.565	10.680
3. Ingresos por transferencia total	838	1.003	1.283	2.019	2.911	3.747	6.005
T_{NI}	820	825	997	1.747	2.745	3.388	5.738
T_{DI}	1	128	53	24	39	108	98
T_{MI}	.1	.7	60	4	2	4	3
T_{II}	17	49	173	244	125	247	166
4. Gasto corriente total	2.144	2.017	3.297	4.004	5.743	7.506	8.712
5. Gasto por transferencias $\sum_{j \neq I} T_{jI}$	90	74	218	252	194	304	474
6. Gasto corriente neto	2.054	1.943	3.079	3.752	5.549	7.202	8.238
7. Superávit ahorro A_I	1.161	1.912	1.691	3.496	4.340	5.110	8.447
8. Servicio deuda amortización	224	192	340	378	484	1.580	1.283
9. Inversión total	1.430	1.889	2.333	4.332	6.178	7.190	11.506
Directa	1.303	1.774	2.082	3.384	5.451	5.854	9.778
Indirecta	127	115	251	948	727	1.336	1.728

Fuente: Boletín Dirección General del Presupuesto 1969.

Los resultados de estos cálculos son los siguientes:

$$\text{Gobierno nacional: } \frac{\partial A_{\text{pub}}}{\partial T_N} = .51$$

$$\text{Gobiernos departamentales: } \frac{\partial A_{\text{pub}}}{\partial T_D} = .276$$

$$\text{Gobiernos municipales: } \frac{\partial A_{\text{pub}}}{\partial T_M} = .46$$

$$\text{Institutos descentralizados: } \frac{\partial A_{\text{pub}}}{\partial T_I} = .484$$

Suponiendo que el efecto diferencial de aumentar ingresos corrientes en los distintos niveles no es muy grande en cuanto a las transferencias totales al sector privado, sustituyendo los valores anteriores en (7) obtenemos como valor del término a la izquierda de la inequación:

Para gobierno nacional	.39
Para gobiernos departamentales	.22
Para gobiernos municipales	.36 - .37
Para institutos descentralizados	.38

La conclusión parcial es la de que el incremento de ingresos corrientes de los niveles nacional, municipal e institutos descentralizados tiene claramente un efecto neto positivo sobre el ahorro total, aún suponiendo:

$$\frac{\partial A_{\text{priv}}}{\partial T_i} = 1.5 \frac{dA_{\text{per}}}{dY_{\text{dper}}}$$

y que esto no es claro para el incremento de ingresos corrientes para los departamentos.

Esta afirmación debe tomarse con cierta cautela por tres razones. En primer lugar se trata de cambios marginales. Proyectos como el de situado fiscal u otros que aumenten substancialmente el ingreso de los departamentos a costa de los otros niveles tendrían un efecto negativo sobre el ahorro público, pero no tanto como indicaría la diferencia entre

$\frac{\partial A_{\text{pub}}}{\partial T_D}$ y, por ejemplo, $\frac{\partial A_{\text{pub}}}{\partial T_N}$ pues es de suponer que $\frac{\partial A_{\text{pub}}}{\partial T_D}$ es una función creciente en

T_D . En segundo lugar, los gastos corrientes de los departamentos se concentran en buena parte en servicios como educación y salud, los cuales (como se discute en la sección IV) contribuyen positivamente a la capitalización social. En tercer lugar:

$$\frac{\partial A_{\text{priv}}}{\partial T}$$

es diferente según se trate de ingresos departamentales, nacionales u otros.

Se observa que, aunque la propensión a ahorrar de ingresos corrientes de la nación es muy alta (.63) su efecto total en el ahorro del sector público $\frac{\partial A_{\text{pub}}}{\partial T_N}$ no lo es

tanto por la magnitud de sus transferencias a los otros niveles. Esto debe tenerse en cuenta al examinar el efecto sobre el ahorro de medidas propuestas para incrementar los ingresos corrientes de la nación, puesto que de aprobarse el proyecto de ley de situado fiscal la propensión marginal a transferir ahorro de la nación a departamentos (y de estos a los municipios) aumentará significativamente. Asimismo, el proyecto de ley de alza en las tarifas del impuesto de ventas contempla que la proporción de ingreso transferido a departamentos será de un porcentaje mayor sobre el producido total del impuesto y por

tanto para analizar este caso habría que usar un $\frac{\partial T_D}{\partial A_N}$ mayor que el calculado en el cuadro 6.15 del anexo.

Resulta sorprendentemente baja la propensión marginal a ahorrar de los institutos descentralizados dado el carácter de sus funciones. La implicación parece ser la de que en el control más severo de los gastos corrientes de los institutos descentralizados se encuentra un instrumento importante para incrementar el ahorro público y la propensión marginal a ahorrar de este sector. El argumento no puede llevarse a extremos pues debe reconocerse que parte de los gastos corrientes de estos institutos son gastos complementarios a la inversión y, en consecuencia, debían clasificarse como tales.

El cuadro 6.8 muestra el ahorro de ingresos corrientes netos (ingresos corrientes menos transferencias recibidas de los otros niveles) de cada nivel de gobierno. Es claro que la contribución al crecimiento del ahorro público ha dependido principalmente de la nación y los gobiernos (y empresas) municipales. Esto sugiere que la baja propensión a ahorrar de departamentos e institutos descentralizados está relacionada con su gran dependencia en las transferencias de otros niveles que no estimula la autodisciplina de quien tiene que ahorrar de sus propios ingresos.

CUADRO 6.8 – AHORROS DE INGRESOS PROPIOS
(Millones de pesos)

Año	Gobierno nacional ¹			Departamentos ²			Institutos descentralizados ³			Municipios ⁴		
	T _{Nc}	A _N	$\frac{A_N}{T_{Nc}}$	T _{Dc}	A _D	$\frac{A_D}{T_{Dc}}$	T _{Ic}	A _I	$\frac{A_I}{T_{Ic}}$	T _{Mc}	A _M	$\frac{A_M}{T_{Mc}}$
58				521.8	230.5)	.40						
59				569.7	203.8)							
60				606.7	169.4)							
61	2.199	1.073)		676.6	146.3)							
		) .44										
62	2.114	824)		762.2	143.7)							
63	3.069	1.267)		998.9	318.6)							
64	3.847	1.931)		1.194.8	375.0)		2.377	323)				
		) .24										
65	3.448	1.908)		1.312.5	404.2)		2.852	909)				
66	6.027	3.241)		1.571.3	479.9)	.30	3.487	408)	1.860	474)		
		) .31										
67	6.688	3.785)		1.690.7	495.6)		5.329	1.577)	2.558	903)		
68	8.057	4.667)					6.978	1.429)	3.540	1.240)		
		) .58										
69	9.250	5.297)					8.565	1.363)	4.525	1.675)		
		) .20										
70							10.680	2.447)	5.135	1.875)		.37

Fuentes: ¹ Banco Mundial y Revista Banco de la República.

² Boletín de la Dirección General de Presupuesto, 1970.

³ Boletín de la Dirección General de Presupuesto, 1970.

⁴ Banco Mundial; *Economic Growth of Colombia: Problems and Prospects*.

Este hecho combinado con que:

$$\frac{\partial A_{priv}}{\partial T_i}$$

puede ser bien diferente para cada i , puesto que

lo es en general para cada tipo de ingreso corriente, como se analiza en el numeral siguiente, lleva a concluir que los incrementos en ingresos corrientes propios de los departamentos e institutos descentralizados tienen un efecto neto mucho más positivo sobre el ahorro que los incrementos en sus ingresos corrientes por aumento de las transferencias de otros niveles. Así la mayor transferencia de ingresos nacionales a los departamentos solicitada en los proyectos de ley de situado fiscal y aumento de las tarifas del impuesto de ventas posiblemente causa un efecto menos positivo sobre el ahorro que el de obtener aumentos de los impuestos departamentales, siempre y cuando estos últimos tuvieran la misma destinación específica.

En efecto, un factor que siempre debe considerarse es el de que los aumentos en ingresos con destinación específica a la inversión pueden tener un efecto mayor en el nivel de ahorro público que lo normal. Por ejemplo, es innegable que la introducción en 1967 del impuesto a la gasolina con destinación específica de su recaudo a la inversión en transporte, si bien no aumentó el ahorro en un 100 % de su valor, lo hizo en una proporción apreciable.

Por último ha de reconocerse que las propensiones a ahorrar ingresos públicos corrientes no son necesariamente estables. Pueden sufrir fluctuaciones considerables de corto

CUADRO 6.9 — DISTRIBUCION DE INGRESOS E INCIDENCIA TRIBUTARIA¹, 1961
(Millones de pesos)

	Cuartiles de población							
	(1)	%	(2)	%	(3)	%	(4)	%
I) Distribución de ingreso: (pesos)								
Ingreso promedio \bar{I}_j	868		2,191		2,946		11,243	
de Ingreso total $\frac{I_j}{I}$	5		12.7		17.1		65.2	
II) Incidencia de impuestos								
1) Gobierno Nacional:								
a) Personas naturales		0		0		0		100.0
b) Sociedades		2.4		6.9		11.5		79.0
c) Indirectos		5.0		14.0		22.9		57.9
d) Donaciones y sucesiones		0		0		0		100.0
Total		2.8		7.9		13.0		76.3
2) Departamentos								
a) Indirectos		5.0		13.9		23.0		57.9
b) Predial		3.7		10.1		17.7		68.3
c) Licores más cigarrillos		14.5		19.3		29.0		37.2
d) Gasolina		4.7		11.7		15.0		68.5
Total		12.8		18.2		27.4		41.6
3) Municipios								
a) Propiedad		3.7		10.0		15.0		71.3
b) Automóviles		4.7		11.7		15.0		68.6
c) Otros indirectos		5.0		14.0		23.0		58.0
Total		4.3		11.6		18.0		66.1
Total impuestos		4.6		10.0		15.9		69.7

¹Taylor: *Fiscal Survey of Colombia*.

plazo, debido a factores políticos y económicos circunstanciales y pueden verse afectadas por reformas de tipo administrativo.

C. Efectos diferenciales de los distintos tipos de ingresos corrientes sobre el ahorro privado.

Volviendo ahora la atención sobre el término a la derecha de la inecuación (2) o (7)

$$\left(- \frac{\partial A_{\text{priv}}}{\partial T} \right)$$

señalaremos que un aumento en el recaudo de ingresos tributarios, en un análisis estático, ocasiona efectos sobre el ahorro de las personas y las sociedades en dos modalidades: afectando el ingreso personal y las utilidades de las sociedades —efecto ingreso— y alterando los términos de intercambio entre consumo y ahorro y entre consumo e inversión —efecto sustitución—.

a) *Efecto ingreso.*

Cualquier impuesto, directo o indirecto, cae finalmente sobre las personas naturales reduciendo el poder adquisitivo de su ingreso. (En términos estáticos aquella parte en que el impuesto reduce utilidades no distribuídas no recae sobre el ingreso disponible de las personas).

CUADRO 6.10 – DISTRIBUCION DE INGRESOS E INCIDENCIA TRIBUTARIA 1966.

Categoría de ingreso	Ingreso pro- medio real (Base = 1961) \bar{y}_j per	de ingr. total $M^j = \frac{y_j}{Y}$ per	Renta		% incidencia		Alcohol y cigarri- llos	Automó- viles	Aduana más indirectos	Café	Total	
			Perso- nas	Socieda- des	Ventas	Predial						
0 – 3.000	1.293	.097		3.5		8.6	4.6	28.0	9.0	6.9	2.0	8.3
3.000 – 4.000	1.923	.052		1.8		3.4	2.4	11.0	4.6	3.5	4.0	3.8
4.000 – 5.000	2.515	.046		2.1		4.6	2.9	9.0	3.9	4.3	10.0	4.2
5.000 – 9.000	3.715	.200	1.9	11.3		25.8	15.1	27.0	15.7	22.6	16.0	17.7
9.000 – 15.000	6.592	.123	1.4	7.2		14.9	9.5	11.0	8.3	14.3	20.0	10.6
15.000 – 25.000	11.632	.121	5.3	6.7		13.7	9.0	7.0	7.6	13.4	32.0	10.5
25.000 – 80.000	25.458	.178	24.1	29.1		16.2	25.7	5.0	23.0	18.8	14.0	19.4
80.000 – 230.000	104.912	.105	32.1	20.6		7.8	16.8	1.0	15.4	9.1	2.0	13.4
230.000 – +	499.543	.078	35.3	17.9		5.0	14.3	1.0	12.7	7.2	–	12.2

Fuente: Mc Lure: *The Incidence of Taxation in Colombia*.

Las consecuencias del efecto ingreso sobre el ahorro personal dependerá fundamentalmente del nivel de progresividad de su incidencia. Así, aún en términos estáticos,

$$(10) \quad \left. \frac{\partial A_{\text{per}}}{\partial T_k} \right|_{\text{e.i.}} \approx \sum_j M_k^j \times \frac{\partial A_{\text{per}}^j}{\partial Y_{\text{dper}}^j}$$

donde: T_k denota el nivel del impuesto k ; M_k^j su incidencia porcentual en el grupo j de personas y $\frac{\partial A_{\text{per}}^j}{\partial Y_{\text{dper}}^j}$ la propensión marginal a ahorrar ingreso disponible del grupo j de personas.

e. i. se refiere a efecto ingreso.

Como una primera aproximación procedemos a calcular (10) para varios tipos de impuestos bajo el supuesto de que el 100 % de cada impuesto afecta el ingreso disponible de las personas (cuadro 6.11).

Para el efecto utilizamos los cálculos de M_{kj} realizados por Taylor para 1961 y Mc Lure para 1966.⁸ Los resultados de estos dos estudios se reproducen en los cuadros 6.9 y 6.10.

Utilizando los datos de la encuesta de presupuestos familiares elaborada por el CEDE para 1968, se calculó la propensión marginal a ahorrar ingreso disponible de personas en distintos rangos de ingresos (véase cuadro 6.3). Tomando el ingreso promedio en cada rango

se calcularon $\frac{\partial A_{\text{per}}}{\partial Y_{\text{per}}} (\bar{Y}_{\text{per}}^j)$ como se describió anteriormente.

El procedimiento implica la suposición de que la propensión a ahorrar ingreso disponible observado en datos seccionales valdría para datos temporales y que su estructura ha permanecido estable en el período considerado.

Aún dentro del marco estático debe reconocerse que este estimativo está sesgado hacia abajo por cuanto varios impuestos recaen parcialmente, en primera instancia, sobre las utilidades de las sociedades de capital y, según los supuestos hechos, afectan su ahorro en forma de utilidades no distribuídas.

⁸Taylor, Lester, *Fiscal Survey of Colombia*.

Mc Lure, Charles, *The Incidence of Taxation in Colombia*, enero, 1970.

CUADRO 6.11 – EFECTO DE DISTINTO TIPO DE IMPUESTOS SOBRE AHORRO PERSONAL

$\frac{\delta A_{per}}{\delta T_i}$ e.i.

Datos de incidencia para 1966

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	$\sum \frac{\delta A_{per}^j}{\delta Y_{per}^j} \times \frac{Y_{per}^j}{Y_{per}}$
$\frac{dA_{per}}{dY_{per}}$	b_1^*	-.25	-.15	-.02	.14	.25	.36	.43	.43	.43	.419
	b_2^*	-.60	-.40	-.25	.01	.28	.37	.37	.37	.37	.356
	M_i^j	0	0	0	1.9	1.4	5.3	24.1	32.1	35.3	
Renta personas	b_1	0	0	0	.003	.004	.020	.104	.138	.152	.269
	b_2	0	0	0	.0002	.002	.015	.089	.119	.131	.247
	M_i^j	3.5	1.8	2.1	11.3	7.2	6.7	29.1	20.6	17.9	
Renta sociedades	b_1	-.009	-.003	-.0004	.003	.018	.024	.125	.060	.052	.269
	b_2	-.021	-.007	-.005	.001	.010	.019	.108	.076	.066	.247
	M_i^j	4.6	2.4	2.9	15.1	9.5	9.0	25.7	16.8	14.3	
Predial	b_1	-.012	-.004	-.001	.021	.023	.032	.110	.072	.061	.303
	b_2	-.028	-.010	-.007	.002	.013	.025	.095	.062	.053	.205
	M_i^j	8.6	3.4	4.6	25.8	14.9	13.7	16.2	7.8	5.0	
Ventas	b_1	-.022	-.005	-.001	.036	.037	.049	.070	.034	.022	.220
	b_2	-.052	-.014	-.012	.003	.021	.038	.060	.029	.019	.092
	M_i^j	2.8	11.0	9.0	27.0	11.0	7.0	5.0	1.0	1.0	
Licores y cigarrillos	b_1	-.070	-.107	-.002	.037	.028	.025	.021	.004	.004	.030
	b_2	-.017	-.044	.023	.003	.015	.020	.019	.004	.004	.019
	M_i^j	6.9	3.5	4.3	22.6	14.3	13.4	18.8	9.1	7.2	
Aduanas + indirectos	b_1	-.107	-.005	-.001	.032	.036	.048	.081	.039	.031	.243
	b_2	-.041	-.014	-.011	.003	.020	.037	.070	.034	.027	.125
	M_i^j	2.0	4.0	10.0	16.0	20.0	32.0	14.0	2.0	0	
Café	b_1	-.005	-.006	-.002	.022	.050	.115	.060	.009	0	.243
	b_2	-.012	-.016	-.025	.002	.028	.090	.052	.007	0	.126
	M_i^j	9.0	4.6	3.9	15.7	8.3	7.6	23.0	15.4	12.7	
Automóviles	b_1	-.023	-.007	-.001	.022	.021	.027	.099	.066	.054	.272
	b_2	-.054	-.018	-.010	.002	.012	.021	.085	.057	.047	.142
	M_i^j	8.3	3.8	4.2	17.7	10.6	10.5	19.3	13.4	12.2	
Total	b_1	-.021	-.006	-.001	-.025	.027	.038	.083	.058	.052	.256
	b_2	-.050	-.015	-.011	.002	.015	.029	.071	.050	.045	.136

Datos de incidencia para 1961

	Cuartil 1			Cuartil 2			Cuartil 3			Cuartil 4			Total	
	M_i^j	b_1	b_2	$M_i^j$	$b_1$	$b_2$	$M_i^j$	$b_1$	$b_2$	$M_i^j$	$b_1$	$b_2$	b_2	b_1
Propensión marginal a ahorrar	%	-.8	-1.1	%	-.10	-.40	%	.03	-.10	%	.36	.28		
1. Gobierno Nacional														
a) Personas naturales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.00	.36	.28	.28	.36
b) Sociedades	2.4	-.019	-.026	6.9	-.007	-.028	11.5	+.003	-.011	79.0	.28	.22	.16	.257
c) Indirectos	5.0	-.014	-.055	14.0	-.014	-.056	22.9	+.007	-.023	57.9	.21	.16	.026	.189
d) Donaciones y suc.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	100.0	.36	.28	.28	.36
Total	2.8	-.022	-.031	7.9	-.008	-.032	13.0	+.004	-.013	76.3	.27	.21	.134	.244
2. Departamentos														
a) Indirectos	5.0	-.014	-.055	13.9	-.014	-.057	23.0	.007	-.023	57.9	.21	.16	.025	.189
b) Predial	3.7	-.010	-.041	10.1	-.010	-.040	17.7	.005	-.018	68.3	.25	.19	.091	.235
c) Licores + cigarr.	14.5	-.041	-.160	19.3	-.019	-.077	29.0	.009	-.029	37.2	.13	.10	.256	.079
d) Gasolina	4.7	-.013	-.052	11.7	-.012	-.047	15.0	.004	-.015	68.5	.25	.19	.076	.229
Total	12.8	-.035	-.141	18.2	-.018	-.073	27.4	.008	-.027	41.6	.15	.12	.121	.105
3. Municipios														
a) Propiedad	3.7	-.010	-.041	10.0	-.010	-.040	15.0	.004	-.015	71.3	.26	.20	.104	.244
b) Automóviles	4.7	-.013	-.052	11.7	-.012	-.047	15.0	.004	-.015	68.6	.25	.19	.076	.229
c) Otros indirectos	5.0	-.014	-.055	14.0	-.014	-.056	23.0	.007	-.023	58.0	.21	.16	.026	.189
Total	4.3	-.012	-.047	11.6	-.012	-.046	18.0	.005	-.018	66.1	.24	.18	.069	.221
Total impuestos	4.6	-.013	-.051	10.0	-.010	-.040	15.9	.005	-.016	69.7	.25	.20	.093	.232

* $b_1 = 0.7071$ $b_2 = 0.80$ b = elasticidad consumo – ingreso disponible personal
 M_i^j = porcentaje de cada impuesto que incide sobre cada grupo de ingreso

CUADRO 6.12 — IMPUTACION DE LOS IMPUESTOS A PERSONAS NATURALES Y SOCIEDADES DE CAPITAL

	Renta personas	Renta sociedades	Ventas	Predial	Alcohol más cigarrillos	Aduanas e indirectos	Café	Autos
Sociedades (δ_i)	0	.9	.3 — .4	.1	0	.7 — .8	0	.1
Personas ($1 - \delta_i$)	1.	.1	.7 — .6	.9	100	.3 — .2	100	.9
			Sociedades (δ_i)		Personas ($1 - \delta_i$)			
Gobierno Nacional								
a) Personas naturales			0		1.			
b) Sociedades			.9		.1			
c) Indirectos			.56 — .66		.44 — .34			
d) Donaciones más sucesiones			0		1.			
Departamentos								
a) Indirectos			.2 — .3		.8 — .7			
b) Predial			.1		.9			
c) Licores más cigarrillos			0		1.			
d) Gasolina			.1		.9			
Municipios								
a) Propiedad			.1		.9			
b) Automóviles			.1		.9			
c) Otros indirectos			.6 — .8		.4 — .2			

El cuadro 6.12 aproxima burdamente la incidencia directa sobre utilidades de las empresas de capital de cada tipo de impuesto para 1966.

Siendo δ_i el porcentaje del impuesto que recae en primera instancia sobre las utilidades de las sociedades de capital se tiene:

$$-\frac{\partial A_{\text{priv}}}{\partial T_i} \approx \frac{\partial A_{\text{soc}}}{\partial U} \delta_i + \left(1 - \frac{\partial A_{\text{soc}}}{\partial U} \delta_i\right) \left(-\frac{\partial A_{\text{per}}}{\partial T_i}\right)$$

El resultado de este cálculo aparece en el cuadro 6.13

Los δ_i se imputaron así:

Para impuesto de renta sobre personas y el de sucesiones $\delta = 0$, obviamente.

Para el impuesto de renta sobre sociedades δ sería 1 de recaer el impuesto exclusivamente sobre las utilidades. Como en parte se grava también el rendimiento al capital se ha calculado $\delta = .9$

Para el impuesto predial se imputó $\delta = .1$ considerando aproximadamente el valor de tierras propiedad de empresas y el grado en que un aumento de impuesto no fuera transferido a los consumidores en el corto plazo.

Para el impuesto de ventas se calculó el porcentaje que recae sobre artículos cuya demanda es relativamente inelástica en comparación con la oferta (artículos en la tarifa de 3 % y algunos en la de 8 %) y sobre este porcentaje (71 %) se estimó que entre el 80 % y el 90 % de un incremento recaería sobre los consumidores. Para el resto se supuso que entre el 20 % y el 30% recae sobre los consumidores, considerando que se trata de bienes suntuarios y elaborados, cuya oferta es más inelástica y cuya demanda es más elástica que para el caso anterior y que en parte se trata de bienes de consumo importados, en cuyo

CUADRO 6.13 – EFECTO DE DISTINTOS TIPOS DE IMPUESTOS SOBRE AHORRO PRIVADO¹ $\left. \frac{-\delta A_{priv}}{\delta T_i} \right|_{i.e.}$

	Renta personas	Renta sociedades	Predial	Ventas	Alcohol más cigarrillos	Aduanas más indirectos	Café	Autos	Total
b = 0.7071	.419	.499	.327	.330 ($\delta = .4$)	.030	.455 ($\delta = .8$)	.243	.297	.36
b = 0.80	.356	.484	.233	.187 ($\delta = .3$)	.019	.339 ($\delta = .7$)	.126	.172	.29
				<u>b = 0.7071</u>		<u>b = 0.80</u>			
Gobierno Nacional			.399		.270				
a) Personas naturales				.360		.280			
b) Sociedades				.491		.425			
c) Indirectos				.378		.177			
d) Sucesiones				.360		.280			
Departamentos			.113		-.197				
a) Indirectos				.274		.093			
b) Predial				.262		.122			
c) Licores				.079		-.256			
d) Gasolina				.256		.042			
Municipios			.282		.139				
a) Propiedad				.251		.135			
b) Automóviles				.256		.042			
c) Otros indirectos				.335		.162			
Total impuestos			.340		.180				

¹ Ajustado en base a las imputaciones presentadas en el cuadro 6.12

caso el impuesto recae fundamentalmente sobre la cuasirenta de los importadores. El resultado dió un rango para δ entre .3 y .4

Para el impuesto de aduanas se calculó la composición del impuesto entre bienes de consumo, bienes intermedios y bienes de capital. Se estimó la composición porcentual correspondiente de las importaciones (8%, 48-54% y 44-38%) y las tarifas medias correspondientes (70-90%, 40% y 25%). Para bienes de consumo se imputó δ entre .7 y .8 sobre la base de que recae principalmente sobre la cuasirenta de los importadores. Para bienes intermedios se imputó δ entre .6 y .7 suponiendo que las empresas que más importan insumos producen bienes elaborados cuya demanda es relativamente inelástica con relación a la oferta. Para bienes de capital se imputó δ entre .7 y .8 suponiendo que las empresas no pueden transferir una parte importante de este impuesto en el corto plazo. Resulta $\delta = 0$ entre .68 y .78.

Para el impuesto de café se imputó $\delta = 0$.

Para el impuesto sobre alcohol y cigarrillos se imputó $\delta = 0$ puesto que la demanda de estos bienes es muy inelástica y se trata de empresas estatales en buena parte.

Para el impuesto de autos y gasolina se imputó $\delta = .1$ con base en consideraciones semejantes a las hechas para el predial.

Para los impuestos indirectos del nivel nacional se tomó un promedio ponderado entre δ para impuesto de ventas y δ para impuesto de aduanas según el peso de cada cual (aproximadamente 2/3 aduanas y 1/3 ventas). Resulta δ entre .56 y .66.

Para los impuestos indirectos departamentales se imputó δ entre .2 y .3 considerando que estos impuestos recaen fundamentalmente en bienes de demanda inelástica en comparación con la oferta (cerveza, tabaco, etc.)

Para los impuestos indirectos municipales se imputó entre .6 y .8 para el impuesto de industria y comercio y otros (2/3) del total) y $\delta = 0$ para impuestos sobre espectáculos, deportes y otros en donde existe control de precios.

El cuadro 6.13 muestra el rango obtenido para $-\frac{\partial A_{\text{priv}}}{\partial T_i}$

Se concluye en comparación con el cuadro 6.15 del anexo, que:

1. Si se incrementan todos los ingresos corrientes del sector público en la misma proporción la inecuación (7) luce:

$$\gamma = \alpha \frac{dA_{\text{pub}}}{dT} \approx .36 \geq -\frac{\partial A_{\text{priv}}}{\partial T} \approx (.36 - .29)$$

$$\alpha = \left[1 - \frac{dT_r}{dA_{\text{pub}}} \left(1 - \frac{\partial A_{\text{priv}}}{\partial Y_{\text{dpriv}}} \right) \right]$$

El rango .36 a .29 se obtiene con los datos de Mc Lure para 1966. Con los datos de Taylor para 1961 se obtiene un rango entre .34 - .18.

En consecuencia, tal incremento de los ingresos corrientes totales tendría un efecto positivo sobre el nivel de ahorro.

2. Para el gobierno nacional la inecuación (7) luce:

$$\gamma_N = \alpha \frac{dA_{\text{pub}}}{dT_N} \approx .39 \geq -\frac{\partial A_{\text{priv}}}{\partial T_N} \approx .339 - .27$$

El efecto neto de incrementar los ingresos corrientes nacionales, en proporción a su participación, es ligeramente positivo.

3. Para departamentos:

$$\gamma_D = \alpha \frac{dA_{\text{pub}}}{dT_D} \approx .22 \geq \frac{\partial A_{\text{priv}}}{\partial T_D} \approx .113 - .197$$

La conclusión es la misma.

4. Para municipios:

$$\gamma_M = \alpha \frac{dA_{\text{pub}}}{dT_M} \approx .36 - .37 \geq -\frac{\partial A_{\text{priv}}}{\partial T_M} \approx .282 - .139$$

Se observa que aunque para los departamentos el efecto positivo en el ahorro es bajo (.22) su efecto negativo lo es aún más por el carácter altamente regresivo de sus ingresos. Por el contrario, un efecto positivo alto de los ingresos corrientes de la nación (.39) se atenúa con uno negativo alto por la relativa progresividad de sus ingresos corrientes.

5. El efecto neto resulta positivo para el incremento de los impuestos indirectos de cualquier nivel (ventas, gasolina, automóviles, espectáculos, café, etc.), con excepción del impuesto de aduanas.

6. El efecto neto resulta aún más positivo para incrementos en los impuestos sobre la propiedad que en los impuestos indirectos.

7. El efecto neto resulta aproximadamente neutro para los incrementos en impuestos directos sobre personas naturales y negativo en impuestos directos sobre sociedades de capital.

En general, el efecto negativo sobre ahorro privado, en términos estáticos, es mayor en cuanto más progresivo sea el impuesto. Como se argumentará en la sección IV, el efecto redistributivo debe ser el principal objetivo del sistema tributario y, por lo tanto esta conclusión obvia, simplemente señala un efecto secundario negativo de la progresividad relativa del sistema. La progresividad en las tarifas del impuesto a sociedades, que no parece directamente relacionada con un efecto redistributivo, sí parece condenable por el efecto negativo sobre el ahorro de sociedades.

Por último, cabe advertir un aspecto especial del impuesto del café. En la medida en que este impuesto restringe la oferta y sus variaciones con el precio, dado que la demanda por café es inelástica, defiende los ingresos de los cafeteros y en realidad cae en su casi totalidad sobre los consumidores extranjeros. La cifra en el cuadro 6.13 indudablemente sobreestima su efecto negativo sobre el ahorro privado que es virtualmente inexistente.

b) *Efecto sustitución.*

La incidencia de varios impuestos sobre el ahorro personal, aún en un contexto de análisis estático, tiene a más del efecto ingreso un efecto de sustitución de ahorro por consumo al alterar los términos de intercambio que enfrenta la escogencia de los individuos.

El gráfico 6.3 ilustra, para un modelo simple de comportamiento —se ahorra para consumir en el período siguiente—, los dos efectos; el efecto ingreso (punto 1 a punto 2) resulta de la disminución en el poder adquisitivo del ingreso y de la curvatura de las isocuantas de preferencia intertemporal (la propensión marginal a ahorrar disminuye si disminuye el ingreso real disponible: hipótesis keynesiana); el efecto sustitución (punto 2 - punto 3) resulta del deterioro de los términos de intercambio de consumo futuro por consumo presente ($r' < r$).

Un impuesto uniforme sobre consumo no altera los términos de intercambio y sería así neutro. Aún más, en la medida en que se ahorre para acumular se evita parcialmente el impuesto y este favorecería el ahorro. Este efecto, sin embargo, no se juzga muy importante.

En contraste, un impuesto sobre la renta grava el ahorro de la renta presente y su rendimiento futuro deteriorando los términos de intercambio pues $r' = (1 - t) r < r$, donde t es la tarifa impositiva efectiva. Esto es igualmente cierto ya sea que se ahorre para consumir o para acumular.

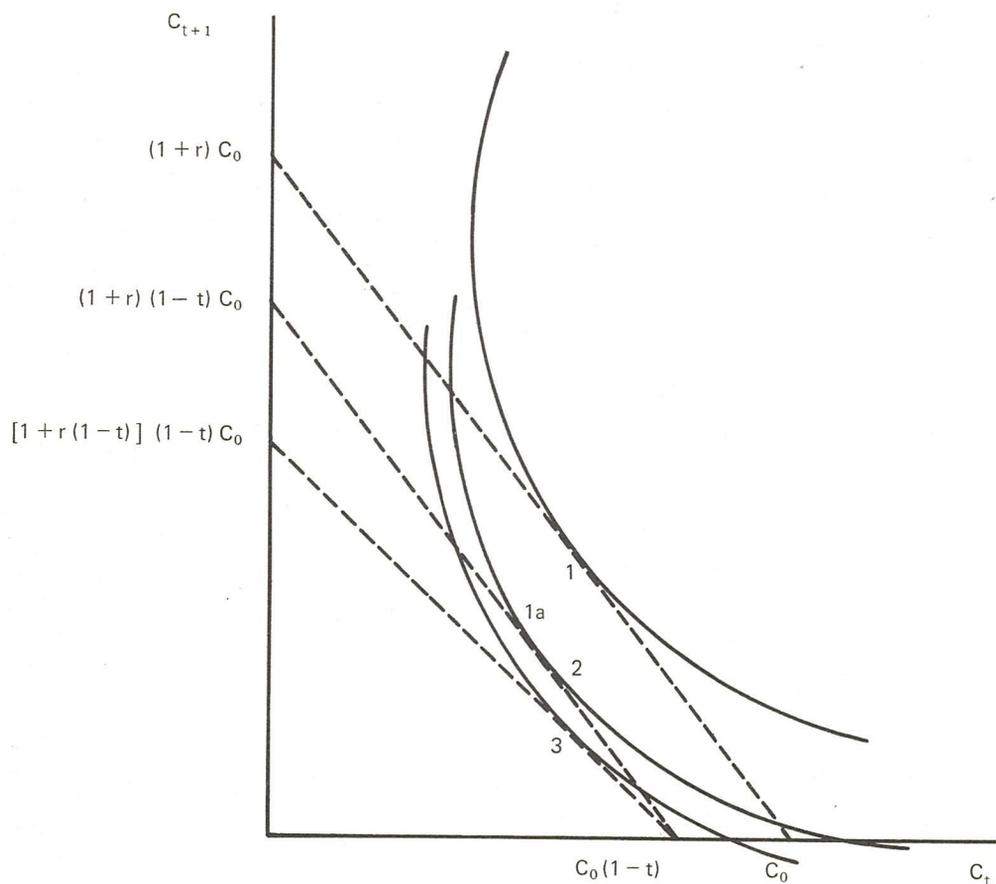
Así, el impuesto a la Renta en Colombia, en la medida en que no exime de su pago los rendimientos obtenidos de las distintas formas de ahorro, tiene un efecto negativo adicional en el ahorro al ya calculado. Su magnitud depende de la elasticidad del ahorro personal con respecto a su rendimiento y posiblemente no es muy significativo.

Igualmente, el impuesto de renta a las sociedades y los impuestos de excesos de utilidades tienen un efecto sustitución en contra de la inversión en la medida en que recaen, no solo sobre las utilidades en el sentido estricto económico, sino también sobre el rendimiento al capital, puesto que este no siempre es deducible de la base del impuesto. Este efecto lo contrarresta el hecho de que las deducciones por concepto de depreciación usualmente permiten eximir de la base del impuesto un nivel de utilidades mayor a la reserva necesaria para reposición.

Por otra parte, la doble tributación de las utilidades de sociedades de capital actúa en parte contra la inversión, aun cuando la tributación simple sobre las utilidades no distribuidas en las sociedades anónimas fomenta el ahorro de este tipo de sociedades.

El impuesto de ventas, en Colombia, por su parte, no es un impuesto exclusivo al consumo y por lo tanto no tiene un efecto sustitución neutro. Esto se debe a que recae

GRAFICO 6.3



- 1-1a efecto ingreso si no disminuyera $\frac{dA_{per}}{dY_{dper}}$ al disminuir Y_{dper}
 1-2 efecto ingreso al ocurrir el fenómeno anterior
 2-3 efecto sustitución

también sobre los bienes de capital y, además, a que no permite deducir su pago del impuesto de ventas sobre el artículo terminado. Sin embargo, las tarifas diferenciales conllevan atenuantes al efecto sustitución negativo. Por un lado las tarifas sobre bienes de capital son bajas y por otro las tarifas sobre consumo suntuario son altas lo cual tiene efectos positivos como se verá en el análisis dinámico. En resumen, el efecto sustitución del impuesto de ventas es menor que el de renta sobre personas naturales, aun cuando su diferencia no es tan significativa y el orden de magnitud de ambos no parece ser importante en comparación al efecto ingreso.

Debe señalarse que el análisis se efectúa considerando impuestos de tipo permanente. Un impuesto sobre el consumo, de tipo transitorio, tendría un efecto sustitución muy favorable al ahorro según consideraciones estáticas, aunque no tanto al introducir consideraciones dinámicas. Asimismo un impuesto directo transitorio, como una sobretasa al impuesto de renta, tendría un efecto sustitución neutro según consideraciones estáticas, pero muy desfavorables al ahorro al introducir aspectos dinámicos. Esto se verá luego.

El impuesto a las ventas y otros no directos recaen en parte, en primera instancia, sobre las utilidades de las sociedades de capital y en esta medida tienen, como ya se anotó, efectos ingresos semejantes al impuesto directo sobre sociedades de capital. También pueden tener efectos sustitución sobre la inversión. Estos aparecen, sin embargo, principalmente al introducir consideraciones dinámicas.

El impuesto a la gasolina es semejante a un impuesto al consumo. Su efecto sustitución posiblemente es neutro.

El impuesto de aduanas y complementarios (3 %, CIF) en la parte que recae sobre bienes de consumo (tarifas más altas) actúa como un impuesto al consumo suntuario. Su efecto sustitución en términos estáticos es neutro o ligeramente positivo. En términos dinámicos el efecto ingreso se atenúa, como se verá luego. La parte que recae sobre bienes intermedios y de capital tiene un efecto neutro desde el punto de vista de ahorro de las personas. Desde el punto de vista de inversión fomenta la aplicada a industrias que producen bienes de capital, bienes intermedios o de consumo que se importan total o parcialmente, pero desestimula la inversión en industrias que utilizan bienes de capital o bienes intermedios importados. El efecto neto es imposible de predecir sin un análisis complejo.

Los impuestos sobre la propiedad (como los de patrimonio) tienen un efecto sustitución semejante al del impuesto a la renta. Es decir, discriminan en contra del ahorro. Sin embargo, como se verá adelante, desestimulan un tipo de ahorro improductivo que es el que se mantiene especulando con finca raíz y en este sentido su efecto sustitución se vuelve positivo.

El impuesto de alcohol y cigarrillos, así como los principales impuestos indirectos departamentales y algunos municipales, son impuestos parciales al consumo y tienen, por tanto, un efecto sustitución neutro sobre el ahorro.

El impuesto de industria y comercio, principal renglón dentro de los impuestos indirectos de los municipios, es aproximadamente un impuesto al patrimonio y su efecto sustitución es semejante al de impuesto a la renta sobre las sociedades.

Por último, los impuestos sobre automóviles recaen parcialmente sobre el consumo y parcialmente sobre el ahorro que se mantiene improductivamente en bienes de consumo durable. Su efecto sustitución es positivo.

2. Consideraciones dinámicas.

Cabe introducir consideraciones dinámicas en los siguientes aspectos:

- Incentivos al trabajo.
- Conducta de ahorro de las personas.
- Conducta de inversión del sector privado.
- Conducta de ahorro de las sociedades.
- Conducta de ahorro del gobierno.
- Efecto de estabilización.

A. Incentivos al trabajo.

La disminución en el ingreso real de las personas que causa el recaudo de cualquier impuesto lleva a un deterioro de los términos de intercambio entre trabajo y ocio. Esta situación intensifica el efecto ingreso negativo sobre el ahorro de todos los impuestos con excepción de los impuestos sobre bienes de consumo complementarios con el ocio. Así,

los impuestos sobre consumo suentario y las tarifas diferenciales en el impuesto de ventas y de aduanas tienen un efecto ingreso menos grave sobre el ahorro por este concepto que otros.

B. Conducta de ahorro en las personas.

La suposición en el análisis estático, de que las personas ahorran según una función estable del ingreso disponible es muy irreal. Si aceptamos los principios de la teoría ahorro-ingreso permanente (o del ahorro-ingreso ciclo vital) y del efecto demostración —Duesenbery—, encontraremos que el efecto de los impuestos sobre el ahorro es diferente para personas que sufren incrementos bruscos en su ingreso que para personas que sufren disminución en su ingreso.

Para las primeras, la progresividad relativa del sistema tributario y en especial, el impuesto de exceso de utilidades, afectarían en forma negativa al ahorro (en comparación con el análisis estático) por cuanto estas personas ahorrarían más de su ingreso que otras con el mismo nivel.

En el caso de las segundas, las cuales mostrarían propensiones muy bajas a ahorrar en comparación a otras personas en su mismo nivel de ingreso y aún negativas, el sistema tributario ejerce una discriminación adversa al consumo.

No es claro, por lo tanto, si la consideración de teorías más sofisticada sobre el ahorro personal alterarían en un sentido o en otro las conclusiones del análisis estático.

El efecto de medidas temporales, como la sobretasa a la renta sí sería definitivamente muy negativo sobre el ahorro privado a la luz de estas consideraciones. En efecto la gente consumiría el mismo nivel pues no esperaría una disminución en su ingreso futuro y por el *ratchet-effect* del nivel de consumo del período anterior, así el impuesto recaería casi en un 100 % sobre el ahorro.

C. Conducta de inversión.

En cuanto a la consideración de las teorías sobre la conducta de inversión de las sociedades y las personas, se encuentra que en la medida en que los impuestos directos permitieran compensar y diferir pérdidas, la disposición global a tomar riesgos aumentaría en la economía y por lo tanto el efecto sustitución sería positivo para la inversión. En efecto, al disminuir el ingreso real, la utilidad marginal de este aumenta y hay un mayor incentivo a tomar riesgos, el cual está contrarrestado por una mayor aversión al riesgo como tal y por la progresividad relativa del sistema tributario que disminuye el valor esperado neto de las inversiones con mayor riesgo.

Sin embargo, compensar y diferir pérdidas no es permitido en la legislación tributaria colombiana. Esta característica del estado socio en los buenos resultados pero no en los malos, posiblemente anula los efectos positivos antes señalados y confiere un efecto sustitución neto negativo a la inversión.

Por otra parte, los impuestos indirectos sí presentan este efecto sustitución neto positivo a la inversión.

D. Conducta de ahorro de las sociedades de capital.

Si se acepta que la distribución de utilidades de las sociedades depende del valor esperado de sus utilidades durante los años siguientes y que algo semejante al efecto de demostración ocurre con su política de dividendos, el análisis es semejante al efectuado en A.

Sin embargo, la menor progresividad del impuesto sobre sociedades que sobre personas hace más favorable, en términos relativos, las consideraciones dinámicas para el efecto sobre el ahorro de este impuesto.

Finalmente, en la medida que la conducta de ahorro de las sociedades depende de su conducta de inversión, este hecho reforzará los efectos señalados en el numeral anterior.

E. Conducta de ahorro del gobierno.

Sobre la conducta de ahorro del gobierno pueden hacerse las mismas consideraciones básicas que para personas y sociedades. Al hacer estas consideraciones dinámicas aparece que el gobierno tendrá especialmente altos niveles de ahorro en épocas de prosperidad o cuando realiza reformas tributarias significativas en su recaudo, y bajos niveles en épocas de depresión. En el contexto del desarrollo económico y dada la elasticidad ingreso nacional mayor que uno de sus ingresos corrientes, las consideraciones dinámicas llevan a considerar propensiones marginales a ahorrar mayores que las que se desprenden del análisis estático.

F. Efecto de estabilización.

Las consideraciones dinámicas expuestas llevan a la conclusión adicional de que la operación del sistema recaudo-gasto fiscal es un importante estabilizador de las fluctuaciones en la demanda agregada, siempre y cuando no corra déficit o superávit apreciables. En este sentido tendrá un efecto estabilizador sobre los precios y por consiguiente un efecto positivo sobre el ahorro.

G. Patrones de reinversión.

En la medida en que el producido de la inversión pública sufra una reinversión mayor que la del sector privado, las conclusiones del efecto sobre el nivel de ahorro son más positivas. Esta consideración equivale a señalar que si la inecuación en (7) se cumple en el sentido indicado y si un porcentaje alto del producido de la inversión pública la capta el mismo sector público (alto en relación con el porcentaje que capta del producido de la inversión privada, como parece ser el caso) el efecto positivo sobre el nivel de ahorro total de incrementos en los ingresos públicos es más importante que lo indicado por los valores hallados en el análisis estático, puesto que es un efecto compuesto.

H. Conclusiones.

Las consideraciones dinámicas llevan, en términos generales, a tener una apreciación más positiva del efecto del ahorro público de ingresos corrientes sobre el nivel total de ahorro que el análisis de tipo estático.

En términos relativos, llevan a favorecer la apreciación del efecto sobre el ahorro de incrementos en impuestos indirectos que el de impuestos directos.

Por último, refuerzan la conclusión de la primera parte en cuanto al efecto negativo sobre el ahorro de la progresividad relativa de los impuestos. Se repite, sin embargo, que dado el hecho de que el efecto redistributivo del sistema es de mayor interés que su efecto sobre el ahorro, la conclusión correcta es la de que a medida que el sistema tributario se haga más progresivo —lo cual es deseable— se requiere una política más agresiva para fomentar el ahorro. El Plan de Desarrollo Económico y Social se fundamenta sobre este objetivo básico que constituye el principal punto de conciliación en la búsqueda de objetivos de crecimiento, redistribución y empleo.

No obstante la progresividad de las tarifas del impuesto directo sobre sociedades de capital, que poco tiene que ver con efectos redistributivos, parece condenable por sus efectos muy negativos sobre el ahorro y la inversión. Lo mismo podría decirse sobre el impuesto de exceso de utilidades sobre sociedades de capital.

3. *Anexo.*

A. Datos.

Los datos sobre los distintos componentes de ingresos y gastos para todos los niveles de gobierno son a precios corrientes.

Del Boletín de la Dirección General de Presupuestos para el cálculo del porcentaje de transferencias que hacen los institutos descentralizados a los demás niveles de gobierno, se tomaron los datos de "ingreso por transferencias" de los demás niveles ya que los gastos de transferencias de los institutos descentralizados no se encuentran discriminados y están sobreestimados pues incluyen transferencias internas a los Seguros Sociales.

El cálculo sobre la proporción de sus transferencias que hacen los departamentos y los municipios a los demás niveles de gobierno se hizo en base a los datos que existían para 1970. En el caso de Gobierno Central se establecieron las proporciones en base a un promedio de varios años.

Los cálculos sobre ahorros de sociedades se hicieron con base en los datos de la Superintendencia de Sociedades Anónimas y por consiguiente solo incluyen ahorro de sociedades anónimas. No fué posible obtener información sobre ahorro de otro tipo de sociedades. Esta limitación probablemente ha causado que se sobreestimara la propensión a ahorrar de las sociedades.

B. Regresiones.

Las regresiones entre las distintas variables se hicieron tomando los datos a precios corrientes.

El coeficiente b en la regresión subsidios a empresas v. s. ahorro público no resultó ser significativamente distinto de 0. Se obtuvo una regresión entre subsidios e ingreso corriente la cual tampoco fue significativa. Esto se puede deber a la inclusión de las empresas estatales en la cuenta de empresas que hace que éstas transferencias sean en buena parte independientes de las variaciones en el ahorro o en los ingresos tributarios.

Las regresiones correspondientes a los municipios incluyeron únicamente 5 datos. El mismo caso ocurre con respecto a los datos de utilidades de las sociedades.

En general y, a pesar de los inconvenientes señalados, los resultados son aceptables como estimativos de los parámetros deseados. Las hipótesis de conducta se refieren al análisis en un contexto estático el cual se complementa con una discusión cualitativa de las consideraciones dinámicas, por lo cual las regresiones no tienen la intención de comprobar tales hipótesis.

CUADRO 6.14 – SECTOR PUBLICO. RESULTADOS REGRESIONES

Regresión	Resultado	Coefficiente de correlación	Test de significación (b)	Error standard (Coef. b)	Fuente
a) Sector Público					
1. Ahorro v. s. ingreso corriente	$A_{pub} = -2.1 + .52 T$	$r^2 = .94$	Positivo (95 %)	.0191	Ctas. Nales.
2. Transferencias a personas v. s. ahorro	$T_{rper} = -5.6 + .25A_{pub}$	$r^2 = .95$	Positivo (95 %)	.0148	Ctas. Nales.
3. Transferencias a empresas v. s. ahorro	$T_{rsoc} = 4.7 + .02 A_{pub}$	$r^2 = .38$	Negativo	.0273	Ctas. Nales.
b) Gobierno Nacional					
4. Gasto corr. neto v. s. ingr. corr. neto	$G_N = .5 + .35 T_N$	$r^2 = .61$	Positivo (95 %)	.123	Banco Mundial y Rev. Bco. Rep.
5. Transferencias v. s. superávit	$\sum_j T_{Nj} = 1.90 + .37 A_N$	$r^2 = .91$	Positivo (95 %)	.033	
c) Departamentos					
6. Gasto corr. neto v. s. ingreso total	$G_D = .30 + .53 T_D$	$r^2 = .96$	Positivo (95 %)	.0481	BDGP. 1970
7. Transferencias v. s. superávit	$\sum_j T_{Dj} = -4.1 + .92A_D$	$r^2 = .82$	Positivo (90 %)	.0632	BDGP. 1970
d) Institutos descentralizados					
8. Gasto corr. neto v. s. ingr. total	$G_I = -.2 + .51 T_I$	$r^2 = .97$	Positivo (95 %)	.061	BDGP. 1970
9. Transferencias v. s. Superávit	$\sum T_{Ij} = 3.9 + .15A_I$	$r^2 = .69$	Positivo (95 %)	.0443	BDGP. 1970
e) Municipios:					
10. Gasto corr. neto v. s. ingreso total	$G_M = 1.10 + .55 T_M$	$r^2 = .97$	Positivo (95 %)	.0577	Banco Mundial
f) Sociedades anónimas regresión					
11. Ahorro de sociedades v. s. utilidades	$A_{soc} = 3.7 + .35U_{tot}$	$r^2 = .60$	Positivo (90 %)	.167	Sup. Sociedades Anónimas

CUADRO 6.15 – RESUMEN DE CALCULOS. TERMINO A LA IZQUIERDA DE LA INECUACION (7)

Parámetro	Valor	Fuente
Sector público agregado		
(Cuentas Nacionales)		
$\frac{dA_{pub}}{dT}$	.52	Regresión 1
$\frac{dT_{per}}{dA_{pub}}$	.25	Regresión 2
$\frac{dT_{soc}}{dA_{pub}}$	.02	Regresión 3
$\frac{dA_{soc}}{dU}$	.35	Regresión 11
$\frac{dA_{per}}{dY_{dper}}$	.19 - .22	Lester Taylor Ecuación Cede
$\alpha = \left[1 - \frac{dT_{dper}}{dA_{pub}} \left(1 - \frac{dA_{per}}{dY_{dper}} \right) - \frac{dT_{rsoc}}{dA_{pub}} \left(1 - \frac{\partial A_{soc}}{\partial U} \right) \left(1 - \frac{dA_{per}}{dY_{dper}} \right) \right]$	.787 - .795	Valores anteriores
$\gamma = \alpha \frac{dA_{pub}}{dT}$	.41	" "
Gobierno nacional		
$\frac{dA_N}{dT_N}$	.65	Regresión 4
$\frac{d(\sum T_{Ni})}{dA_N}$	.37	Regresión 5
$\frac{T_{ND}}{\sum_i T_{Ni}}$	.26	Contraloría
$\frac{T_{NI}}{\sum_i T_{Ni}}$	.68	"
$\frac{T_{NM}}{\sum_i T_{Ni}}$	.05	"
$\frac{dT_{ND}}{dA_N} = \frac{T_{ND}}{\sum_i T_{Ni}} \times \frac{d(\sum T_{Ni})}{dA_N}$	.10	Valores anteriores
$\frac{dT_{NI}}{dA_N} = \frac{T_{NI}}{\sum_i T_{Ni}} \times \frac{d(\sum T_{Ni})}{dA_N}$	.25	" "
$\frac{dT_{NM}}{dA_N} = \frac{T_{NM}}{\sum_i T_{Ni}} \times \frac{d(\sum T_{Ni})}{dA_N}$	.02	" "

Continúa

CUADRO 6.15 — Continuación

Parámetro	Valor	Fuente
$\frac{T_{nf}}{\sum_i T_{Ni}}$	.34	Contraloría
$\frac{dT_{Nf}}{dA_N} = \frac{T_{NF}}{\sum_i T_{Ni}} \times \frac{d(\sum T_{Ni})}{dA_N}$	.13	Cálculos anteriores
Gobiernos departamentales		
$\frac{dA_D}{dT_D} =$	.47	Regresión 6
$\frac{d(\sum T_{Di} + T_D)}{dA_D}$	.92	Regresión 7
$\frac{T_{Dn}}{\sum_i T_{Di} + T_D}$	.06	Datos para 1970 del Boletín de la Dirección General de Presupuesto.
$\frac{T_{DI}}{\sum_i T_{Di} + T_D}$	.59	" "
$\frac{T_{DM}}{\sum_i T_{Di} + T_D}$	.23	" "
$T_D =$ Transferencias al sector privado		
$\frac{dT_{DN}}{dA_d} = \frac{T_{DN}}{\sum_i T_{Di} + T_D} \times \frac{d(\sum T_{Di} + T_D)}{dA_D}$	.06	Valores anteriores
$\frac{dT_{DI}}{dA_D} = \frac{T_{DI}}{\sum_i T_{Di} + T_D} \times \frac{d(\sum T_{Di} + T_D)}{dA_D}$	.54	" "
$\frac{dT_{DM}}{dA_D} = \frac{T_{DM}}{\sum_i T_{Di} + T_D} \times \frac{d(\sum T_{Di} + T_D)}{dA_D}$	.21	" "
Gobiernos municipales		
$\frac{dA_M}{dT_M}$	.45	Regresión 10
$\frac{T_{IM}}{G_M}$	.38	Datos para 1970 del Boletín de la Dirección General de Presupuesto.
Institutos descentralizados		
$\frac{dA_I}{dT_I}$	.49	Regresión 8
$\frac{d(\sum_j T_{ij} + T_I)}{dA_j}$	.15	Regresión 9

Continúa

CUADRO 6.15 – Continuación

Parámetro	Valor	Fuente
$\frac{T_{ID}}{\sum_j T_{Ij} + T_I}$	.02	Boletín de la Dirección General de Presupuesto.
$\frac{T_{IM}}{\sum_j T_{Ij} + T_I}$	.12	" "
$\frac{dT_{ID}}{dA_I} = \frac{T_{ID}}{\sum_j T_{Ij} + T_I} \times \frac{d(\sum T_{Ij} + T_I)}{dA_I}$	.003	Valores anteriores
$\frac{dT_{IM}}{dA_I} = \frac{T_{IM}}{\sum_j T_{Ij} + T_I} \times \frac{d(\sum T_{Ij} + T_I)}{dA_I}$	.018	" "
Cálculo de $\frac{\partial A_{pub}}{\partial T_i}$ y de γ_i		
$\frac{\partial A_{pub}}{\partial T_N} = \frac{dA_N}{dT_N} \left[1 - \sum_j \frac{dT_{Nj}}{dA_N} \left(1 - \frac{dA_j}{dT_j} \right) \right]$	.51	" "
$\frac{\partial A_{pub}}{\partial T_N} = \frac{dA_N}{dT_N} \left(1 - \frac{dT_{Nf}}{dA_N} \right)$	.54	" "
$T_i =$ Otras transferencias		
$\gamma_N = \alpha \frac{\partial A_{pub}}{\partial T_N}$	.39 (con $\frac{\partial A_{pub}}{\partial T_N} = .51$)	
$\frac{\partial A_{pub}}{\partial T_D} = \frac{dA_D}{dT_D} \left[1 - \sum_j \frac{dT_{Dj}}{dA_D} \left(1 - \frac{dA_j}{dT_j} \right) \right]$	.276	" "
$\gamma_D = \alpha \frac{\partial A_{pub}}{\partial T_D}$	.22	" "
$\frac{\partial A_{pub}}{\partial T_M} = \frac{dA_M}{dT_M} + \left(1 - \frac{dA_M}{dT_M} \right) \left(\frac{T_{Mj}}{G_M} \right) \frac{dA_I}{dT_I}$	.46	" "
$\gamma_M = \alpha \frac{\partial A_{pub}}{\partial T_M}$	.36 - .37	" "
$\frac{\partial A_{pub}}{\partial T_I} = \frac{dA_I}{dT_I} \left[1 - \sum_j \frac{dT_{Ij}}{dA_I} \left(1 - \frac{dA_j}{dT_j} \right) \right]$	.484	" "
$\gamma_I = \alpha \frac{\partial A_{pub}}{\partial T_I}$	.38	" "
$\gamma = \frac{(T_N - \sum T_{jN}) \gamma_N + (T_D - \sum T_{jD}) \gamma_D + (T_I - \sum T_{jI}) \gamma_I + (T_M - \sum T_{jM}) \gamma_M}{\sum_i T_i - \sum_j \sum T_{ij}}$	.36	" "

III. Efectos sobre la canalización del ahorro hacia la inversión productiva.

Supongamos que cambios en los ingresos corrientes (y en general, en la actividad relacionada con el gasto público) tuvieran un efecto neutro sobre el nivel de ahorro.

$$\text{i.e., en (2)} \quad \frac{dA'_{\text{pub}}}{dT} = - \frac{dA_{\text{priv}}}{dT}$$

Aún así, cabría la pregunta de si el incremento en ingresos corrientes tendría un efecto neto favorable en el nivel de inversión i.e.

$$\frac{\partial I}{\partial T} > 0 \Leftrightarrow \frac{dI(A'_{\text{pub}})}{dT} > - \frac{\partial I(A_{\text{priv}})}{\partial T}$$

Es decir, si la inversión financiada con ahorro público aumentaría en relación con la inversión financiada con ahorro privado. La respuesta depende de si el ahorro público se canaliza en mayor proporción hacia la inversión productiva que el ahorro privado. Nótese que por el momento se supone que la inversión es homogénea. (La inversión financiada con ahorro público tiene la misma productividad marginal que la inversión financiada con ahorro privado).

Para abordar el problema examinaremos en qué proporción los ahorros públicos (y los otros fondos que financian la inversión pública) permanecen ociosos en comparación con el mismo fenómeno en el sector privado, y en que forma la actividad recaudo-gasto fiscal afecta el porcentaje de ahorros privados ociosos.

1. Ahorros ociosos en el sector público.

Es indudable, aunque desafortunadamente se carece de cifras para comprobar su magnitud que, en el pasado, un porcentaje importante de ahorro público para inversión se ha mantenido inactivo, desde el punto de vista de la inversión pública; en especial:

- Aportes de la nación para obras ejecutadas por departamentos y municipios (especialmente en hospitales) que se mantienen inutilizados mientras se completa el aporte de los departamentos y municipios.
- Saldos en efectivo de institutos descentralizados que como el caso de Insfopal, antiguo OAPEC, el ICEE, el Fondo Vial, el ICSS; han alcanzado en algunas vigencias fiscales proporciones muy elevadas de su presupuesto.
- El segundo de estos hechos al parecer ha mejorado considerablemente debido a un incremento en la capacidad ejecutora de las entidades y a un control más severo por parte del Ministerio de Hacienda sobre los saldos de tales institutos como base para girarles apropiaciones presupuestales. Asimismo, la creación de los bonos de valor constante ha permitido al ICT y al IFI utilizar para inversión buena parte de los recursos líquidos del ICSS.

Debe señalarse que aunque este tipo de recursos se hayan mantenido inactivos desde el punto de vista de inversión pública, no han constituido en general ahorros ociosos, pues en buena parte se han mantenido en bancos, aumentando su capacidad crediticia, o en papeles similíquidos.

Por último, algunos ahorros ociosos, como las reservas para cesantías se han canalizado en buena parte hacia la inversión pública mediante la operación del Fondo Nacional del Ahorro.

2. Ahorros improductivos en el sector privado.

Se pueden destacar las siguientes formas de mantener ahorros improductivos.

- Especulación con finca raíz
- Bienes de consumo durable
- Reservas en efectivo

En cuanto a la tenencia de ahorros en la forma de especulación con bienes de finca raíz, algunos impuestos como los prediales y otros propuestos como la renta presuntiva a la propiedad rural (recientemente anunciado) y a la urbana (contenido en el proyecto de ley de reforma urbana), discriminan en su contra y favorecen, por tanto, la canalización de ahorro privado hacia inversión productiva.

En cuanto al ahorro mantenido en la forma de adquisición de bienes de consumo durable, algo semejante pasa con las altas tarifas del impuesto de aduanas para bienes de consumo importados y con las altas tarifas del impuesto de ventas para este tipo de bienes.

Por último, en cuanto a las reservas en efectivo para cesantías, etc. el proyecto de ley de fondos regionales de capitalización social contempla algo semejante a lo que se hizo dentro del sector público con el Fondo Nacional del Ahorro para permitir canalizarlas en buena parte hacia inversión productiva.

En resumen, parece claro que la actividad del sector público y los cambios en ella propuestos son positivos en cuanto a la canalización del ahorro hacia la inversión productiva por dos razones:

- En general, el sector público mantiene menos ahorros en forma improductiva que el sector privado. El sector público mantiene, en términos relativos, menos ahorro en especulación con finca raíz, en bienes de consumo durable y mantiene reservas ociosas (no en bancos) en baja cantidad.
- Varios de los impuestos existentes y varias de las reformas propuestas desestimulan el mantener ahorro privado en activos improductivos y hay mecanismos propuestos para canalizar buena parte de las reservas líquidas de sociedades hacia inversión productiva.

IV. Efectos en el valor social de la inversión.

El efecto de incrementar los ingresos corrientes del Estado sobre la capitalización social no depende únicamente de su incidencia en el nivel de ahorro y la canalización de este hacia la inversión, sino de la productividad social de la inversión que el ahorro público financie en comparación con la de la que financie el ahorro privado desplazado.

El ahorro público financia fundamentalmente inversión pública aunque no toda la inversión pública es financiada por éste (sobre el efecto de la inversión pública financiada con otros recursos véase la sección siguiente). Para ilustrar la observación del párrafo anterior hagamos la suposición simple de que:

$$I_{\text{pub},t} = A'_{\text{pub},t}$$

$$I_{\text{priv},t} = A_{\text{priv},t}$$

donde I se refiere a la inversión, y de que la economía se comporta en la forma simple de un modelo Harrod-Domar:

$$Y_{t+1} - Y_t = \rho(K_t - K_{t-1})$$

donde: Y_t = producto nacional social bruto, período t .

K_t = acervo de capital, período t

ρ = productividad marginal de la inversión, pero donde la productividad social de la inversión pública y la inversión privada son diferentes, o sea:

$$Y_{t+1} - Y_t = \rho_{pub} I_{pub,t} + \rho_{priv} I_{priv,t}$$

obtenemos:

$$\left. \frac{\partial Y_{t+1}}{\partial T} \right|_{Y_t} > 0 \Leftrightarrow \rho_{pub} \frac{\partial A'_{pub,t}}{\partial T_t} > \rho_{priv} \left(- \frac{\partial A_{priv,t}}{\partial T_t} \right)$$

En comparación con (2) encontramos que en términos de incrementar el producto social, no se trata simplemente de ver si la propensión marginal a ahorrar de los ingresos corrientes, públicos es mayor que la disminución en A_{priv} causada por un aumento en T , sino además de que en la medida en que $\rho_{pub} > \rho_{priv}$ se reforzarían las conclusiones positivas de la sección II.

Si consideramos: $I_{pub}(A'_{pub})$, $I_{priv}(A_{priv})$

encontramos:

$$\left. \frac{\partial Y_{t+1}}{\partial T_t} \right|_{Y_t} > 0 \Leftrightarrow \rho_{pub} \cdot \frac{dI_{pub,t}}{dA_{pub,t}} \cdot \frac{\partial A'_{pub,t}}{\partial T} > \rho_{priv} \cdot \frac{dI_{priv,t}}{dA_{priv,t}} \left(- \frac{\partial A_{priv}}{\partial T_t} \right)$$

En esta ecuación aparecen claramente los tres aspectos analizados en este trabajo.

$$\frac{\partial A'_{pub,t}}{\partial T_t} \quad \text{y} \quad - \frac{\partial A_{priv}}{\partial T_t}$$

miden los efectos sobre el nivel de ahorro total.

$$\frac{dI_{pub,t}}{dA_{pub,t}} \quad \text{y} \quad \frac{dI_{priv,t}}{dA_{priv,t}}$$

miden la canalización de ahorro público y privado hacia inversión.

ρ_{pub} y ρ_{priv} miden la productividad marginal social de la inversión financiada con ahorro público y ahorro privado.

La pregunta de si $\rho_{pub} \cong \rho_{priv}$ no se puede constestar en términos puramente objetivos. Para centrar la atención en los aspectos más relevantes podemos, sin embargo, hacernos una pregunta alternativa: hay algunos tipos de inversión que, al menos en términos conceptuales, sea claro que no serían llevados hasta su magnitud óptima de ser acometida por el sector privado y que en consecuencia pueda esperarse que tiene una mayor productividad social cuando la acometa el sector público? ⁹

De la teoría moderna del bienestar se deduce que aún cuando se cumpliesen todas las hipótesis que permiten afirmar que la operación del mercado libre lleva a una situación óptima en el sentido de Pareto (es decir, que se cumplen todas las hipótesis de competen-

⁹ Las afirmaciones del análisis siguiente se encuentran tratadas en: "Teoría económica del sector público", Perry, Guillermo E., *Revista de Planeación y Desarrollo*, No. 3.

cia perfecta y no hay externalidades importantes ni en el consumo ni en la producción), para que esta situación fuera óptima en algún sentido normativo se requeriría que la distribución del ingreso fuera la deseada por la comunidad. Como este, en general no es el caso (afirmación que se puede efectuar a pesar de los problemas operativos y conceptuales de definir cual es la distribución deseada por la comunidad), se deduce que el Estado, como depositario de autoridad por voluntad de la comunidad y en la medida en que la represente debe ante todo intervenir para asegurar una redistribución equitativa del ingreso. Su principal instrumento para esto es el sistema tributario y por ello hemos afirmado antes que aun cuando la progresividad del sistema tributario ejerce efectos negativos en el ahorro esta no es razón para condenarla sino para advertir que en la medida en que el sistema tributario cumpla su función principal habrá que hacer un mayor esfuerzo de ahorro en otros sentidos. No obstante lo anterior, los sistemas tributarios en general y el colombiano muy en particular acusan un grado de progresividad efectiva muy limitado,¹⁰ posiblemente debido al hecho de que lograr una progresividad mayor es políticamente difícil pues resulta en afectar los grupos más poderosos. Aparece entonces la necesidad de buscar efectos redistributivos a través del gasto público a más de los esfuerzos en incrementar la progresividad del sistema. Dicho de otra forma, inversiones que tienen un gran efecto redistributivo y por lo tanto un gran valor social no se efectuarían con la intensidad deseada por el sector privado en un mercado libre y deben ser acometidas por el Estado.

Es este el caso de inversiones en educación, capacitación profesional, organización social (acción comunal), obras de bienestar social, programas de salud, seguridad social, reforma agraria, crédito subsidiado a pequeños productores, servicios públicos subsidiados a grupos de bajos ingresos, etc.

Debe señalarse que el efecto redistributivo de este tipo de gasto afecta menos el ahorro que el efecto redistributivo de la progresividad del sistema impositivo. En efecto, en general estas inversiones afectan la actitud de los recipientes (principalmente los gastos en educación) en una forma tal que se espera que sus efectos futuros sobre la propensión a ahorrar de las personas sean positivas.

Debe advertirse asimismo, que buena parte de estos gastos (en especial en educación y salud) se computan como gastos de consumo del sector público, aun cuando es evidente su efecto en aumentar la productividad de los factores de producción y, debido a ello, el análisis de los primeros capítulos subestima la importancia del ahorro y la inversión pública.

Como las hipótesis antes mencionadas no se cumplen en muchos casos, aparecen otros campos de inversión donde la acción estatal puede producir niveles más adecuados a una óptima asignación de recursos que la actividad del sector privado. Esto ocurre con respecto a los bienes públicos, a los monopolios naturales y a los casos en que hay externalidades muy importantes.¹¹

Casos importantes en estas categorías los constituyen, a más de los ya citados cuya importancia como actividad estatal se refuerza con estas consideraciones, las inversiones en infraestructura de transporte; en los servicios públicos como suministro de energía eléctrica, agua potable, sistemas de eliminación de excretas y comunicaciones; en defensa nacional, en recreación, deporte y actividades culturales, etc.

Los cuadros 6.16 a 6.19 muestran la composición sectorial de los gastos de los distintos niveles de gobierno.

¹⁰ Véanse conclusiones de Taylor, Mc Lure, el DANE y cuantos han estudiado la incidencia de nuestro sistema impositivo.

¹¹ Ibid.

CUADRO 6.16 – COMPOSICION SECTORIAL DE LOS GASTOS PUBLICOS
(Porcentajes del total)

Presupuesto Nacional (Crecimiento durante el período: 18.5 anual)									
Promedio años	Defensa nacional	Policía y justicia	Salud pública y protección social	Educación	Deuda pública	Fomento agropecuario	Fomento industrial	Minería y energía	Transporte y comunicaciones
1951-1952	18	9	8	5	13	4	0	4	16
1968-1969	9	11	11	12	12	7	2	5	13
Institutos descentralizados (Crecimiento durante el período: 36.2 anual)									
	Comercio exterior	Bienestar social	Salud pública y protección social	Educación		Fomento agropecuario	Fomento económico		Transporte y comunicaciones
1964-1965	0	8	10	6		26	18		27
1969-1970	1	7	14	7		23	20		24
Departamentos (Crecimiento durante el período: 15.6 anual)									
		Trabajo y protección social	Salud pública	Educación	Deuda pública	Agricultura	Industria y comercio		Obras públicas
1951-1952		7	4	22	8	20	20		20
1958-1959		5	4	24	8	2	7		17
1966-1967		8	4	44	4	1	4		16
Municipios (Crecimiento durante el período: 16.9 anual)									
		Trabajo y protección social	Justicia y orden interno	Salud pública	Educación	Deuda pública	Fomento económico		Servicios públicos
1961-1962		6	5	4	6	10	41		21
1966-1967		7	4	3	5	13	35		23

El cuadro 6.16 se calculó a partir de los datos del Boletín de la Dirección General del Presupuesto; el cuadro 6.17 es tomado del informe citado de la Misión del Banco Mundial; y los cuadros 6.18 y 6.19, son tomados del Plan de Desarrollo.

De ellos resulta claro que el gasto y en particular la inversión del sector público se ha mantenido principalmente en los sectores mencionados atrás. Se hacen las siguientes observaciones principales sobre las tendencias en los cambios:

- El gasto corriente en educación ha aumentado notoriamente como porcentaje del presupuesto nacional y de los gastos departamentales y el gasto en defensa ha disminuído notablemente como porcentaje del presupuesto nacional.
- La mayoría de los otros sectores han mantenido relativamente su participación aun cuando es claro que la de los gastos en transporte han disminuído ligeramente y las de los gastos en salud y fomento industrial han aumentado.

En resumen, el análisis indica que los gastos públicos se efectúan y en general, han tendido a concentrarse en los sectores en donde cabe esperar su conveniencia y aunque no dice nada definitivo sobre $\rho_{pub} \geq \rho_{priv}$, si es suficiente para dudar de la validez de conclusiones apriorísticas en el sentido de que $\rho_{pub} < \rho_{priv}$ con base exclusiva en argumentos de que la rentabilidad monetaria de la inversión pública es baja y de que el gobierno es ineficiente.

CUADRO 6.17 – INVERSION PUBLICA TOTAL
(En porcentajes)

	1966	1967	1968	1969	1970
Transporte	32.4	34.7	28.7	28.0	25.0
Energía	16.0	14.7	13.8	14.3	18.7
Comunicaciones	3.9	3.9	3.7	4.1	5.6
Acueducto y Alcantarillado	9.8	8.0	8.7	9.0	7.5
Vivienda	7.2	7.3	8.5	7.8	6.1
Educación	4.8	4.6	5.5	4.4	4.2
Salud	1.8	2.7	2.2	3.2	1.9
Agricultura	13.4	14.9	16.5	15.3	15.9
Industria	4.4	3.8	5.7	7.2	8.2
Turismo	—	—	.1	.4	.5
Estudios	.1	.2	.4	.6	.8
Otros	6.2	5.2	6.2	5.7	5.6
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Economic Growth of Colombia, Nov. 1970, Banco Mundial.

CUADRO 6.18 – COMPOSICION SECTORIAL DEL PLAN DE INVERSIONES EN PORCENTAJES
GOBIERNO NACIONAL

	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Transportes	24.3	21.7	22.5	15.2	15.7	13.6	14.6	14.8
Agropecuario	48.0	50.0	41.5	44.5 ⁵	36.0	35.8	36.0	37.5
Energía	7.3	7.4	8.1	8.6 ⁶	13.4	11.7	11.7	11.4
Comunicaciones	0.6	0.7	2.4 ¹	1.2	2.7	3.0	2.0	2.0
Industria	4.3	4.8	5.7	8.2	7.5	8.6	9.0	7.7
Educación	1.8	2.2	3.1	4.7	4.0	3.8	4.5	4.8
Salud ²	1.7	1.8	1.9	4.2	3.7	5.0	4.6	4.1
Vivienda	5.3	4.6	3.8	4.0	5.4	5.8	5.6	5.3
Defensa y seguridad ³	0.7	0.4	2.3	.7	1.1	1.0	0.4	0.4
Saneamiento ambiental ⁴	2.4	1.7	3.2	4.2	5.4	5.9	6.0	6.1
Recursos naturales	1.9	2.2	1.7	2.1	2.3	2.4	2.2	2.4
Desarrollo regional	1.3	1.5	2.3	1.5	0.8	1.4	1.5	1.6
Estudios generales y planeación	—	0.2	0.7	0.5	0.9	0.9	0.8	0.7
Trabajo	—	—	—	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Misceláneo	0.2	0.4	0.5	—	0.1	0.1	—	—
Organización y protección social	0.2	0.4	0.3	0.2	0.7	0.8	0.9	1.0
	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Plan de Desarrollo, 1970-1973

¹ Aumento considerable en la utilización del crédito externo (\$120 millones).

² A partir de 1969 se incluyen recursos propios adicionales en el ICSS que sirven de base para amparar la emisión de los bonos de valor constante.

³ En el Ministerio de Defensa se incluyen asignaciones adicionales apreciables en los años 1968, 1970 y 1971.

⁴ A partir de 1968 entidades tales como EAAB y EMCALI utilizan partidas apreciables de crédito externo y de Presupuesto Nacional.

⁵ A partir de 1970 inclusive se han incluido la totalidad de los préstamos nuevos programados por las entidades crediticias del sector Agropecuario y no la totalidad de la cartera de estas entidades como se consideró de 1966 a 1968.

⁶ A partir de 1970 inclusive se incluye la totalidad de inversiones programadas por las entidades del sector Energía. Durante el período 1966 a 1968 no se incluyeron las inversiones realizadas con recursos propios de estas entidades.

CUADRO 6.19 – COMPOSICION SECTORIAL DEL PRESUPUESTO NACIONAL DE INVERSION
(En porcentajes)

	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Transportes	43.1	43.4	35.9	36.3	30.6	28.9	28.7	28.4
Agropecuario	20.0	19.3	18.8	17.3	21.1	18.0	18.0	18.4
Energía	6.5	6.8	8.3	7.1	6.8	6.7	6.3	5.4
Comunicaciones	0.9	1.0	0.7	0.4	0.8	0.5	0.4	0.5
Industria	3.8	3.2	5.2	5.0	3.2	4.5	4.7	4.8
Educación	3.9	4.8	5.5	7.2	7.8	9.7	10.	11.0
Salud	3.9	4.6	3.8	3.9	3.5	6.3	6.1	6.1
Vivienda	5.5	3.7	3.6	3.0	2.7	2.1	2.8	2.8
Defensa y seguridad	1.6	1.0	4.3	2.0	4.0	3.3	1.4	1.4
Saneamiento ambiental	3.9	3.0	4.0	5.4	6.9	7.0	7.4	7.4
Recursos naturales	2.8	3.7	2.8	4.7	5.1	4.6	5.2	5.5
Desarrollo regional	3.1	3.2	4.7	5.3 ¹	2.5	2.7	2.8	2.9
Estudios generales y planeación	0.1	0.5	0.8	1.4	2.4	2.2	2.0	1.8
Trabajo	—	—	—	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4
Misceláneo	0.6	0.9	1.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Organización y protección social	0.4	0.9	0.6	0.8 ¹	2.1	3.0	3.0	3.1
	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Plan de Desarrollo, 1970-1973

¹ Durante el período 1966-1969 se incluyen en la entidad "Territorios Nacionales" (clasificada en "Desarrollo Regional") las inversiones que en 1970 se encuentran a cargo de las entidades "Dirección General de Integración y Desarrollo de la Comunidad" y "Fondo de Desarrollo Comunal" (clasificados en el sector "Organización y Protección Social")

V. Financiación con crédito público.

En esta sección se analiza brevemente el efecto neto que sobre el nivel de ahorro y capitalización tiene el gasto público financiado con recursos de crédito.

1. Fuentes de crédito público.

El crédito público proviene de fuentes internas o externas.

A causa de la gran diferencia en los efectos que produce la variación de la deuda pública, el crédito del Banco de la República debe separarse del originado en las demás fuentes.

Los principales instrumentos de deuda del gobierno nacional son los bonos, los certificados y los pagarés. Parte de estos documentos se emiten y se colocan dentro del gobierno mismo, y no tienen como propósito captar ahorros destinados a financiar el gasto público. Como ejemplos se pueden citar los bonos emitidos a favor de instituciones como el Fondo Nacional del Ahorro o el Instituto de Bienestar Familiar, documentos que constituyen no instrumentos de captación de ahorros sino garantías para asegurar los aportes del gobierno nacional a dichas entidades.

La captación de ahorros se realiza mediante la venta de valores de suscripción forzosa o de valores de suscripción voluntaria.

Para simplificar, en esta sección se analizan los efectos de la captación de ahorros mediante la venta de bonos de desarrollo económico emitidos por el gobierno nacional,

pues este documento tiene la mayor importancia y las mejores perspectivas como instrumento de captación de ahorros por parte del sector público.

Se estudian también los efectos del crédito del Banco de la República al gobierno nacional y los del crédito externo a las entidades oficiales.

2. *Bonos de Desarrollo Económico.*

La primera emisión de bonos de desarrollo económico fue autorizada por la Ley 130 de 1959. Con base en ella, el gobierno nacional emitió los bonos respectivos durante el año 1960. Desde entonces se han hecho varias emisiones, por un monto total que se aproxima a \$1.600 millones.

A. *Destinación y características de los bonos.*

Inicialmente en las leyes por las cuales se autorizaba la emisión de los bonos de desarrollo económico, se fijaban los programas que iban a financiarse y las cuantías que debían dedicarse a cada uno de ellos. Actualmente las leyes que autorizan las emisiones hablan en general del destino de los recursos para el financiamiento de obras de fomento económico y mejoramiento social. Se puede afirmar que los bonos se utilizan para financiar inversiones del gobierno nacional o para transferir recursos a otras entidades del sector público, especialmente institutos descentralizados, con destino a la financiación de sus inversiones.

Con excepción de \$35 millones correspondientes a la primera emisión, el plazo de los bonos de desarrollo económico ha sido de diez años y su amortización se hace gradualmente en dicho período.

Las tasas de interés han variado según se trate de bonos de inversión forzosa o de bonos de inversión voluntaria. Para estos últimos, el interés nominal vigente en la actualidad es de 11% anual, tasa que a partir del 18 de diciembre de 1967 se hizo aplicable a todos los bonos de desarrollo económico de la clase B del 8½% anual emitidos hasta entonces. Por cuanto los bonos se colocan al 95%, la tasa efectiva de interés, sin tener en cuenta la exención de impuestos, se eleva aproximadamente a 11.6% anual.

Una característica muy importante de los bonos de desarrollo económico es que están exentos de impuesto sobre la renta y complementarios, patrimonio y masa global hereditaria. Esto eleva su rendimiento efectivo en comparación con el de otros valores sujetos a dichos impuestos. Como puede verse en el cuadro 6.20, el rendimiento sube a medida que aumenta la renta gravable.

Además, los bonos de suscripción voluntaria son de liquidez inmediata pues tienen un fondo de sustentación, mediante el cual se mantiene su precio a 95%.

B. *Monto de las emisiones.*

De 1960 a 1970 han sido emitidos \$1.580 millones en bonos de desarrollo económico. De esta suma \$180 millones corresponden a bonos de suscripción forzosa; \$120 millones a transferencias del gobierno nacional al Instituto de Crédito Territorial, y los \$1.280 millones restantes a bonos de suscripción voluntaria.

El saldo neto de la deuda pública por concepto de bonos de desarrollo económico de la clase B (suscripción voluntaria) creció lentamente de 1960 a 1968. Entre 1965 y 1968, el saldo se mantuvo estable alrededor de \$340 millones, con pequeñas variaciones, no superiores al 10%.

En 1969 el saldo se incrementó en \$234 millones (63%), y en 1970 registró un nuevo aumento de \$254 millones (42%).

CUADRO 6.20 — RENTABILIDAD DE LOS BONOS DE DESARROLLO ECONOMICO DE LA CLASE "B"

Renta gravable ¹ (miles de pesos)	Tasa marginal de impuesto ¹ %	Rentabilidad del bono ² %
menos de 2	0	11.6
6 a 7	4	12
14 a 16	11	13
38 a 40	23	15
64 a 67	32	17
200 a 250	39	19
700 a 800	45	21
1.400 a 1.600	50	23
1.800 en adelante	52	24

Fuente: Cálculos del autor.

¹Decreto 1366 de 1967

²Esta columna es igual a la rentabilidad que se requeriría para obtener aproximadamente 11.6% anual después de impuestos, si se invirtiera en valores cuyos rendimientos estuvieran gravados por el impuesto sobre la renta

En 1971 el gobierno nacional está autorizado para emitir \$700 millones más de bonos de desarrollo económico de la clase B. De colocarse esta cuantía en el mercado, el saldo neto de la deuda pública por este concepto se elevaría aproximadamente en \$540 millones, lo que equivale a un aumento relativo de 63%, es decir, igual al registrado en 1969, pero a partir de un nivel absoluto equivalente a 2.3 veces el de entonces.

C. Efecto de los bonos de desarrollo económico sobre el ahorro.

a) Bonos de suscripción forzosa. La necesidad de acudir a los bonos de suscripción forzosa se impone cuando las tasas de interés y demás condiciones de los bonos de desarrollo económico son tan desfavorables para los inversionistas, que resulta poco probable que los compren voluntariamente. Los bonos de inversión forzosa tienen intereses efectivos más bajos que los de inversión voluntaria, a causa de que su interés nominal generalmente es menor, y su precio y liquidez no están garantizados, por no existir para ellos fondo de sustentación.

En 1965 se emitieron \$180 millones de bonos de suscripción forzosa así: bonos de la clase C del 8½ % anual, a 10 años de plazo, por valor de \$100 millones, y bonos de la clase D, del 5% anual y amortización a 10 años, por valor de \$80 millones.

Los bonos de la clase C fueron de suscripción forzosa, de acuerdo con los siguientes criterios: las sociedades administradoras de inversiones deberían invertir en dichos bonos no menos del 10 % del monto de los valores que integrarán cada uno de los fondos organizados y administrados por ellas; las compañías de seguros y sociedades capitalizadoras deberían invertir en los bonos mencionados el equivalente al 3 % de sus activos brutos liquidados anualmente, siendo entendido que la inversión debería ajustarse año tras año.

Los bonos de la clase D debían ser adquiridos por el contribuyente como sobretasa al impuesto de renta del año fiscal 1964.

Siguiendo la metodología de las secciones anteriores, se analiza una inversión forzosa adicional de las características descritas por parte de una sociedad administradora de inversión. Por cuanto la función de este tipo de sociedades es captar ahorros del público para colocarlos en la compra de valores, la suscripción forzosa de los bonos de desarrollo económico equivale a transferir obligatoriamente ahorros del sector privado al sector

público. Si se supone que cualquiera de los dos sectores utilizaría igual proporción de los recursos correspondientes en financiar inversiones, dicha transferencia no tendría efecto alguno sobre el ahorro total.

De otro lado, la inversión forzosa, a causa de sus características de bajo rendimiento, rebaja la rentabilidad de las unidades de las sociedades administradoras de inversión, y con ello desestimula el ahorro privado en general.

Además, la rebaja de rentabilidad de las sociedades administradoras de inversión tiene un efecto sustitución en favor de otras inversiones no sujetas a esta carga, tales como finca raíz, préstamos en el mercado extrabancario y otras de carácter especulativo.

El efecto de la inversión forzosa por las compañías de seguros es encarecer las primas aun cuando parte del costo se cubra con cargo a las utilidades, y desestimar el ahorro, especialmente en el caso de seguros de vida. También se presenta aquí un efecto sustitución en favor de inversiones de carácter especulativo o de muy baja productividad social.

Por último, el análisis sería similar cuando se trata de inversiones forzosas a cargo de las sociedades capitalizadoras.

De lo anterior se concluye que la inversión forzosa impuesta a las compañías de seguros, sociedades capitalizadoras y fondos de inversión tiene un efecto negativo sobre el ahorro y contribuye a que este se encauce hacia inversiones improductivas desde el punto de vista social.

Limitando el análisis a las personas, la inversión forzosa por parte de los contribuyentes del impuesto sobre la renta tiene efecto similar al de dicho impuesto, pues reduce el ingreso personal disponible.

Sin embargo, en este caso el efecto sobre el ahorro total es positivo, si se supone que los recursos provenientes de los bonos se utilizan en su totalidad para financiar inversiones. Aun en el caso de que las mayores disponibilidades del gobierno nacional tuvieran el efecto de inducir mayores gastos de funcionamiento, y solo el 80% de los fondos provenientes de los bonos se dedicaran a financiar inversiones públicas, se aumentaría el ahorro total en un monto igual a la diferencia entre la propensión marginal a ahorrar de las personas, estimado en 20%, y el ahorro marginal supuesto de 80% por parte del gobierno.

Además, la amortización gradual de los bonos y los intereses de los mismos aumentarían el ingreso personal disponible en el futuro, y sobre este aumento es plausible suponer que en promedio se ahorraría por lo menos el porcentaje usual equivalente a la propensión marginal a ahorrar de las personas. El ahorro podría ser superior a dicha proporción, si se tiene en cuenta la modalidad de sorteos trimestrales para amortizar los bonos: ganar uno de estos sorteos en el caso de un bono valioso en relación con el ingreso constituiría un aumento temporal significativo del ingreso, sobre el cual la tasa de ahorro puede ser superior a la proporción ordinaria. Naturalmente sería necesario usar una tasa de descuento para convertir estos ahorros futuros a valores presentes, lo cual reduciría el monto ahorrado sobre la amortización e intereses de los bonos, pero de todas maneras aquel sería positivo.

No obstante la anterior, el hecho de que la inversión forzosa se haga como sobretasa temporal al impuesto sobre la renta implica que es probable que las personas cubran dicho recargo con sus ahorros, es decir, reduciendo éstos en igual cuantía. En este caso, es dudoso que se mantenga el efecto positivo de la inversión forzosa sobre el ahorro total. El aspecto negativo surge del carácter de sobretasa temporal, y de todas maneras el hecho de que el recargo se establezca en la forma de inversión forzosa en bonos de desarrollo económico tiene un efecto positivo, a causa de que gran proporción de los recursos adicionales así obtenidos se dedica a inversiones.

b) Bonos de suscripción voluntaria. Los bonos de desarrollo económico de suscripción voluntaria constituyen una inversión muy atractiva, especialmente para suscriptores de altos ingresos (véase el cuadro 6.1). En el caso de rentas gravables superiores a \$64.000, la rentabilidad del bono se eleva a 17% anual y llega hasta 24% para rentas gravables superiores, a \$1.800.000. Además los bonos tienen liquidez inmediata, precio estable y ofrecen gran seguridad.

Un aumento en la venta de bonos de desarrollo de suscripción voluntaria equivale también a una transferencia de ahorro con destino a financiar inversiones del sector público. El efecto directo de esta transferencia sobre el ahorro total es neutro.

La financiación mediante bonos de desarrollo económico requiere cubrir ciertos costos directos representados no sólo en el interés efectivo del 11.6% que se paga sobre los bonos, sino también por los menores ingresos del gobierno nacional por concepto de impuesto de renta, patrimonio y masa global hereditaria.

Si se supone que el costo total para el gobierno asciende a 20% anual sobre el valor de los bonos vendidos, se opera una transferencia del gobierno nacional a los suscriptores de los bonos, equivalente a dicho porcentaje.¹² Limitando el análisis a las personas naturales, al reducirse los ingresos del gobierno en 20% del valor de los bonos, el ahorro del sector gubernamental disminuye en 8% del valor de los bonos, teniendo en cuenta que el efecto positivo de la propensión a ahorrar del gobierno nacional es, en cifras redondas, de 40%.

Sobre los ingresos adicionales, las personas ahorrarían probablemente el 30%, tasa superior a la propensión marginal a ahorrar de las personas naturales, debido a que la transferencia se concentra en los grupos de altos ingresos. El ahorro personal se incrementaría entonces en un valor equivalente al 6% del monto de los bonos vendidos.

De lo anterior se concluye que el ahorro total se reducía aproximadamente en 2% del valor de los bonos.

Sin embargo, los bonos de desarrollo económico tienen, sin duda, un efecto estimulante, difícil de calcular en términos numéricos, sobre el ahorro total y su canalización hacia inversión productiva, no sólo por la rentabilidad efectiva de los bonos para los contribuyentes de altos ingresos, sino por el aliciente no monetario que representa no tener que pagar impuestos, así como por su liquidez y seguridad.

Los recursos obtenidos con la venta de bonos de desarrollo económico se dedican en gran proporción a financiar inversión pública de alta productividad social. Es probable que los grupos ricos que más se benefician con los bonos de desarrollo económico, de no existir estos buscarían inversiones que los protegieran contra la inflación y sobre las cuales los gravámenes no fueran tan elevados. Parte de estos ingresos podrían dedicarse a inversiones de carácter especulativo, en finca raíz o en fuga de capitales hacia el exterior.

De aquí se concluye que el efecto sustitución de los bonos de desarrollo económico también es positivo, pues tiende a encauzar los ahorros hacia inversiones más productivas desde el punto de vista social.

3. *Crédito del Banco de la República al Gobierno Nacional.*

Con el propósito de facilitar el análisis, este aparte se basa en los siguientes supuestos, que no es el caso de verificar aquí.

¹² Se destaca que esto es un simple supuesto y no una estimación del costo que los bonos de desarrollo económico tienen para el gobierno.

En primer lugar, la elevación del nivel de empleo no es un simple problema financiero que pueda resolverse acelerando el aumento del circulante, sino que requiere importantes cambios estructurales del tipo de las recomendadas en el *Plan de Desarrollo Económico y Social 1970-1973*. El más importante de estos cambios consiste en el logro de una distribución más equitativa del ingreso, mediante la cual se modificaría la estructura de la demanda, cambio que, a su vez, haría factible variar la estructura de la producción dando preferencia a los bienes de consumo popular, que requieren proporcionalmente menos capital y menor valor de insumos en moneda extranjera.

La distribución más equitativa del ingreso requiere, como condición básica, cierto grado de estabilidad en el nivel general de precios. El plan supone que los precios no deberían crecer a una tasa superior al 7% anual. Sin esta mínima estabilidad, sería aún más difícil aplicar políticas adecuadas para redistribuir rápidamente los ingresos.

Además una inflación excesiva tiene serios efectos desestimulantes sobre el ahorro total, pues tiende a elevar la propensión a consumir y hace casi imposible que el inversionista en valores obtenga una rentabilidad real adecuada razón por la cual el ahorro tiende a desviarse hacia inversiones en finca raíz, o hacia otras inversiones internas de tipo especulativo, y a la fuga de capitales al exterior.

La inflación tiende a disminuir la tasa de ahorro con relación al producto interno bruto y da aliente para encauzar el ahorro hacia inversiones de baja productividad social.

Lo anterior implica que es necesario fijar algún límite al crecimiento de los medios de pago, consecuente con la meta de crecimiento en el producto interno y en el nivel general de precios. Es obvio que este límite no es absolutamente fijo, por lo cual se dificulta el análisis marginal. Este se hace bastante incierto, pues aún suponiendo una determinada tasa de crecimiento del producto, no existe relación fija entre aumento de los medios de pago e incremento del nivel general de precios, ni siquiera a largo plazo. Así por ejemplo, los medios de pago en Colombia crecieron aproximadamente 17% anual en el quinquenio 1961 a 1965, y a igual tasa en el lustro de 1966 a 1970. A pesar de esto, el nivel general de precios creció a una tasa compuesta anual de 13% en el primero de los quinquenios mencionados, y solo a 9% anual, en segundo¹³, y la diferencia en la tasa de inflación no se explica simplemente por mayores tasas de crecimiento del producto interno bruto en el segundo lustro con relación al primero, pues en éste el producto creció a razón de 4.7% anual, y en el segundo a 5.7% por año. Además, si el mayor crecimiento en el producto fuera la única explicación del menor crecimiento en los precios, sería del caso preguntar porqué la tasa de crecimiento del último quinquenio fué superior a la tasa del primero, a pesar de que el aumento en los medios de pago fue similar en ambos y otros factores importantes, tales como los precios del café, fueron más favorables en el primer lustro.

El análisis marginal se dificulta aún más, si se tiene en cuenta que tampoco es fijo el límite de crecimiento deseable en el nivel general de precios. Si este es de 8% anual en vez de 7%, probablemente no se notaría la diferencia. Si el crecimiento de los precios se eleva a 9% anual, es probable que la diferencia sea notable.

Por estas razones, en vez de adoptar el análisis marginal, en este aparte se usa la siguiente metodología: es plausible suponer que el gobierno nacional, a través de la Junta Monetaria establece una meta de crecimiento máxima de los medios de pago, según las perspectivas de aumento en el producto neto y el nivel deseable de incremento en los precios. Este procedimiento implica que queda un margen de expansión primaria, margen

¹³ Se usa el índice nacional de precios al consumidor empleado, por estar menos afectado por las variaciones en los precios de la papa. La conclusión no variaría si se usara otro índice de precios.

que debe distribuirse entre la financiación del crecimiento de las reservas internacionales netas administradas por el Banco de la República y la expansión del crédito interno neto del Emisor.

El margen de crecimiento del crédito interno neto se puede utilizar en financiar inversiones a largo plazo o en financiar capital de trabajo e inversiones a corto plazo, dirigidas primordialmente a utilizar con mayor plenitud la capacidad instalada.

Bajo los supuestos explicados, dedicar mayores recursos de expansión primaria a financiar el sector público, resta recursos para la financiación de los procesos productivos de rápido rendimiento. Los mayores ingresos monetarios que se originan no se hallarían en este caso compensados con incrementos correlativos a corto plazo en la oferta de bienes y, por lo tanto, se aceleraría el alza en el nivel general de precios, lo cual no se podría corregir reduciendo el margen de expansión monetaria, pues, a no ser que se redujera el crédito al gobierno, la rebaja afectaría los recursos disponibles para aumentar la oferta de bienes a corto plazo.

Se podría afirmar que realmente no importa cómo se produce la expansión primaria del circulante, pues en la 2a., 3a., y más vueltas, este quedaría disponible para financiar la producción a corto plazo. Sin embargo, este supuesto no es cierto porque hay sectores muy importantes para incrementar la oferta de bienes a corto plazo, que se quedan sin financiación suficiente si no se adoptan programas de crédito hacia ellos dirigidos. Basta citar el caso de la agricultura, especialmente los programas de crédito supervisado del INCORA y los de la Caja Agraria. El problema de financiación a la agricultura no se limita simplemente a estos casos extremos, pues el mismo fenómeno de carencia de recursos financieros suficientes se notó con gran intensidad en el caso de la agricultura comercial, antes de la creación del Fondo Financiero Agrario.

De otro lado, es probable que el gobierno use los recursos del Banco de la República para financiar no sólo inversiones, sino también gastos de funcionamiento. Aún más, si la política es la de acudir al crédito del Banco de la República para financiar el gasto público, es probable que se eleve la propensión del gobierno a aumentar sus gastos de funcionamiento y se reduzca el esfuerzo para aumentar los ingresos tributarios, todo lo cual tendría un efecto negativo sobre el ahorro total.

Cuando el margen de crédito interno neto del Banco de la República se dedica a financiar procesos productivos de rápido rendimiento, mediante programas de crédito dirigido y vigilado, primordialmente en beneficio de pequeños productores que de otra manera no tendrían acceso a crédito suficiente, prácticamente la totalidad del margen se puede dirigir hacia la inversión. Esto contrasta con lo que sucede cuando se recortan los programas de crédito descritos, para financiar el gasto público.

La diferencia en el efecto del uso alternativo de los recursos de expansión primaria es aún mayor cuando los programas de crédito dirigido se desarrollan suministrando asistencia técnica adecuada a los beneficiarios.

4. *Crédito externo.*

El ahorro externo se puede transferir al sector público mediante préstamos y donaciones.

En primer lugar se destaca que la política del gobierno nacional y de las entidades financieras internacionales, o de los gobiernos que prestan este tipo de asistencia, es la de dedicar los recursos de crédito externo al sector público en su totalidad a la financiación de inversiones.

Las inversiones a largo plazo que se emprenden total o parcialmente con recursos de crédito externo elevan los ingresos, tienen un efecto estimulante sobre la producción nacional, e incrementan los ahorros.

Mientras más favorables sean los términos de contratación de los créditos externos en cuanto a plazos amplios, extensos períodos muertos y reducidas tasas de interés, mayor será el efecto del crédito externo sobre el crecimiento del ingreso y, por lo tanto, del ahorro interno.

El crédito externo tiene entonces evidentes efectos positivos sobre el ahorro total.

Además las inversiones financiadas con crédito externo al sector público generalmente requieren estudios de factibilidad muy cuidadosos que aseguran una alta productividad. No siempre se logra, sin embargo, financiar con recursos de crédito externo proyectos en educación, salud y otros que tienen una alta productividad social. No obstante, ciertamente los recursos de crédito externo no pueden dedicarse a inversiones de tipo especulativo.

Se concluye que el crédito externo tiene un efecto sustitución positivo sobre la canalización de los ahorros hacia inversiones productivas.

El crédito externo puede tener efectos negativos sobre el ahorro si a medida que el sector público usara menos crédito externo, los recursos disponibles quedarán a disposición del sector privado. Esto no es cierto, pues existe toda una organización internacional para suministrar crédito externo al sector público, y la estructura financiera para crédito al sector privado nunca es comparable en magnitud de disponibilidades a favor de los países subdesarrollados.

Aún si el sector privado pudiera obtener recursos tan cuantiosos de crédito externo, los términos serían menos favorables, pues las tasas de interés tendrían que subir a niveles comerciales y se reducirían los plazos. Con mayor razón en el caso de Colombia en donde los créditos externos al sector público tienen condiciones tan favorables.

Cuando los créditos externos son *atados* a determinadas fuentes de suministro, en efecto la magnitud de la transferencia de ahorro externo no es tan elevada como lo indican los montos en moneda extranjera. Si los pagos tienen que hacerse en divisas libremente convertibles, se produce un efecto negativo sobre el ahorro interno.

Otros efectos negativos se originan cuando los créditos externos implican sustitución innecesaria de bienes de producción nacional por bienes importados o de tecnología intensiva en capital y en insumos en moneda extranjera por tecnología intensiva en trabajo y en insumos de producción nacional.

Mientras menos *ataduras* de este tipo tengan los créditos externos, mayor será el efecto positivo de la transferencia de ahorro externo sobre el ahorro interno.

Capítulo 7

FINANCIACION DE LA INVERSION PUBLICA

Por HERNANDO ZULETA

I. Introducción.

El estudio sobre la financiación de las empresas industriales y comerciales del Estado, es tema que merece especial atención en un país de las características de Colombia.

El proceso de crecimiento económico de los países latinoamericanos y en general de todas aquellas regiones calificadas como atrasadas, o en vía de desarrollo ha hecho ver la importancia de las finanzas públicas dentro del proceso mencionado.

La propensión marginal al ahorro, según Nurkse¹, es la determinante inicial del crecimiento. Las fuerzas naturales de la economía en los países subdesarrollados tienden a convertir cualquier aumento del ingreso en consumo. Las estadísticas comprueban fácilmente lo dicho y en ellas pueden verse claramente los bajos niveles de ahorro que predominan en las zonas atrasadas del mundo. Lo anterior es cierto para Colombia y la India, para el Ecuador y Birmania, para el Perú y Etiopía.

La incapacidad para ahorrar, debido a la alta propensión media y marginal a consumir, crea una desventaja que debe ser contrarrestada por el gobierno mediante la utilización de herramientas tributarias y crediticias; en otras palabras, la Hacienda Pública debe cumplir una función de desarrollo económico.

Tal como se verá más adelante, la generación de ahorro doméstico en Colombia se debe, en su mayoría, al esfuerzo del sector público de la economía.

El sistema tributario y las inversiones obligatorias cumplen la función fundamental de trasladar recursos del sector privado al público, de lo contrario tales recursos serían dedicados casi exclusivamente al consumo.

Las empresas industriales y comerciales del Estado, cumplen una tarea básica en el desarrollo económico y social de Colombia, y la asignación de recursos financieros para dichas empresas debe ser preocupación permanente de todos. Desgraciadamente las fuentes que existen actualmente para la inversión y el funcionamiento de las entidades en referencia son muy limitadas.

El propósito de este estudio es el análisis de los problemas que existen para la creación de las empresas comerciales e industriales del estado y su financiación; por último y como

¹ Nurkse, R., *Problemas de Formación de Capital en los Países Insuficientemente Desarrollados*. Fondo de Cultura Económica, México 1960.

CUADRO 7.1. — PROPENSION MEDIA AL CONSUMO
(Millones de pesos)¹

Años	Consumo personal	Ingreso personal disponible	Propensión
1960	19.589.3	20.096.0	0.975
1961	22.584.5	23.409.3	0.965
1962	25.699.7	26.800.3	0.959
1963	33.024.8	33.634.1	0.982
1964	42.467.6	41.860.0	0.991
1965	45.482.1	47.071.0	0.966
1966	55.842.6	55.659.3	1.003 ¹
1967	62.038.5	63.256.3	0.981
1968	70.935.8	72.208.0	0.982
Promedio			0.98

Fuente: Banco de la República. *Cuentas Nacionales 1950-1968*.

¹ En 1966 el ahorro de las unidades familiares fue negativo en ciento ochenta y tres millones de pesos.

capítulo especial, se analiza lo referente a la financiación de la vivienda a través de los mecanismos y herramientas que para tal tarea tiene el Estado colombiano.

En esta introducción se incluye una explicación sobre la influencia del gobierno en el ahorro y la formación interna bruta de capital. Así se logra dar una visión general de la capitalización y el ahorro en Colombia.

La influencia del gobierno en la economía colombiana es de gran importancia para la capitalización y el ahorro doméstico. La incapacidad del sector privado para generar ahorro ha convertido al Estado en la fuerza con mayor dinámica dentro del proceso de desarrollo económico. El análisis de los cuadros que aparecen al final de esta introducción, así lo demuestran. En dichos cuadros pueden anotarse los siguientes factores:

a) La propensión media al consumo ha sido, en los años comprendidos entre 1960 y 1968 siempre superior al 0.95. En 1966 llegó a ser superior a la unidad y el promedio de dichos años fue de 0.98. Lo anterior muestra claramente la imposibilidad del sector privado para generar ahorro (cuadro 7.1).

CUADRO 7.2. — INGRESO NACIONAL DISPONIBLE. CONSUMO Y AHORRO
(Millones de pesos-precios corrientes)

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
1. Ingreso nacional disponible	23.777.5	27.222.6	30.566.5	38.633.3	48.658.7	54.904.0	66.080.1	74.943.9	86.250.9
2. Gastos de consumo									
A. Privado	19.589.3	22.584.5	25.699.7	33.024.8	41.467.6	45.482.1	55.842.6	62.038.5	70.935.8
B. Público	1.659.3	2.016.0	2.356.0	3.149.0	3.483.6	3.954.3	4.910.4	5.716.8	6.301.6
	21.248.6	24.600.5	28.055.7	36.173.8	44.951.2	49.436.4	60.753.0	67.755.3	77.237.4
3. Ahorro									
A. Sociedades de capital	773.9	754.6	787.6	1.232.0	1.368.3	1.675.9	2.063.5	1.969.0	2.312.4
B. Unidades familiares	506.7	824.8	1.100.6	609.3	393.2	1.588.9	-183.3	1.217.8	1.272.0
C. Gobierno	1.248.3	1.042.7	622.6	618.2	1.946.0	2.202.8	3.446.9	4.001.8	5.429.1
	2.528.9	2.622.1	2.510.8	2.459.5	3.707.5	5.467.6	5.327.1	7.188.6	9.013.5
4. Ingreso nacional personal disponible	20.096.0	23.409.3	26.800.3	33.634.1	41.860.0	47.071.0	55.659.3	63.256.3	72.208.0

Fuente: Banco de la República. *Cuentas Nacionales 1950-1968*.

CUADRO 7.3. — FORMACION BRUTA INTERNA DE CAPITAL
(Millones de pesos a precios corrientes)

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
1. Ahorro									
A. Sociedades de capital	773.9	754.6	787.6	1.232.0	1.368.3	1.675.9	2.063.9	1.969.0	2.312.4
B. Unidades familiares	506.7	824.8	1.100.6	609.3	393.2	1.588.9	183.3	1.217.8	1.272.0
C. Gobierno	1.248.3	1.042.7	622.6	618.2	1.946.0	2.202.8	3.446.9	4.001.8	5.429.1
2. Asignación para el consumo de capital	2.666.9	2.803.8	3.132.8	4.080.8	4.304.2	4.996.0	6.289.3	7.110.6	8.129.6
3. Superávit (—) o déficit de la nación en cuenta corriente	299.0	909.1	761.1	1.304.2	1.590.3	278.6	3.424.0	1.041.8	3.263.1
4. Formación bruta interna de capital (1 + 2 + 3)	5.494.8	6.335.0	6.404.7	7.844.5	9.602.0	10.742.2	15.040.2	15.341.0	20.406.2

Fuente: Banco de la República. *Cuentas Nacionales 1950-1968*.

b) El ahorro, a precios corrientes, muestra cifras para el lapso comprendido entre 1960 y 1968, verdaderamente desalentadoras. Por ejemplo, en los años de 1962 y 1963 el ahorro descendió con relación a 1961 y en 1966 con relación a 1965.

El ahorro de las unidades familiares ha tenido fluctuaciones sumamente grandes y las cifras son ciertamente inquietantes. En 1966 este renglón mostró un saldo negativo de más de 180 millones de pesos. Luego de unos pequeños incrementos en 1961 y 1962 se presentaron disminuciones sumamente grandes en 1963 y 1964 y solo en 1965 se registra una cifra aceptable —la mayor del período—. Las cifras de 1967 y 1968 son inferiores a las de 1965.

Excepción hecha de los años de 1962 y 1963, el ahorro del gobierno muestra incrementos bastante aceptables y es el principal componente del ahorro total. Fuera de los años mencionados, en los que se presentó una parálisis en la inversión pública, debido a la situación fiscal, el ahorro del gobierno ha venido representando alrededor del 50% del total (cuadro 7.2).

c) La participación del gobierno en la formación interna bruta de capital ha venido ascendiendo en forma importante de 1960 en adelante. Al comienzo de la década anterior tal participación era sólo del 14.8 % y en 1967 y 1968 llegó a 28.3 % y 26.3 % respectivamente.

Dentro de los componentes de la formación interna bruta de capital, el renglón correspondiente a depreciación o asignación para el consumo de capital fijo, representa la parte más importante. Luego de las depreciaciones sigue el ahorro y por último el déficit de la nación en cuenta corriente, el cual viene adquiriendo mayor importancia cada año (cuadro 7.3).

CUADRO 7.4. — PARTICIPACION DE LOS SECTORES PUBLICO Y PRIVADO
EN LA FORMACION BRUTA INTERNA DE CAPITAL
(Millones de pesos)

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
A. Privada	4.686.3	5.184.2	5.101.5	6.457.5	8.028.8	8.875.7	11.991.9	11.004.0	15.045.6
	85.29%	81.83%	79.65%	82.32%	83.62%	82.62%	79.73%	71.73%	73.73%
B. Pública	808.5	1.150.8	1.303.2	1.387.0	1.573.2	1.866.5	3.048.5	4.337.0	5.360.6
	14.71%	18.17%	20.35%	17.68%	16.38%	17.38%	20.27%	28.27%	26.27%

Fuente: Banco de la República. *Cuentas Nacionales 1950-1968*.

d) El ahorro, a precios constantes de 1958, muestra muy pequeños incrementos. En el lapso comprendido entre 1959 y 1968 el aumento real fue de sólo 458 millones de pesos. Al analizar las cifras correspondientes puede notarse que tal incremento se debió al ahorro efectuado por el gobierno (cuadro 7.4).

CUADRO 7.5. — FINANCIAMIENTO DE LA FORMACION INTERNA BRUTA DE CAPITAL
(Millones de pesos a precios constantes de 1958)

	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
Ahorro	2.003.0	1.998.9	1.833.2	1.407.6	1.013.9	1.452.9	2.309.3	1.722.4	2.193.4	2.461.3
Asignación para el consumo de capital fijo	2.450.3	2.482.1	2.578.3	2.666.1	2.713.0	2.701.1	2.714.2	2.715.9	2.737.4	2.776.7
Superávit (—) o déficit (+) de la nación en cuenta corriente	380.4	291.2	861.8	749.2	995.2	1.200.0	192.5	1.809.3	500.9	1.368.0
Formación interna bruta de capital	4.072.9	4.772.2	5.273.3	4.822.9	4.722.1	5.254.0	5.216.0	6.247.6	5.431.7	6.606.0

Fuente: Banco de la República. *Cuentas Nacionales 1950-1968*.

CUADRO 7.6. — DETERMINACION DEL SUPERAVIT (—) O DEFICIT (+) DE LA NACION EN CUENTA CORRIENTE
(Millones de pesos a precios constantes de 1958)

	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
1. Exportaciones de bienes y servicios	4.510.1	4.521.0	4.219.5	4.561.3	4.451.2	4.710.4	5.018.2	4.931.8	5.362.6	5.809.9
2. Ingreso recibido del resto del mundo	-306.6	-291.8	-372.5	-490.9	-618.9	-602.0	-627.2	-657.3	-711.0	-839.7
3. Ingresos corrientes provenientes del exterior	4.703.5	4.229.2	3.847.0	4.070.3	3.832.3	4.108.4	4.391.0	4.274.5	4.651.6	4.970.2
4. Importación de bienes y servicios	-3.394.6	-4.018.0	4.185.6	4.331.5	4.324.5	5.411.8	4.417.9	5.866.8	4.605.5	-5.774.6
5. Ganancias (+) o pérdida de intercambio	-428.5	-501.8	-523.2	-481.1	-503.0	+103.6	-164.6	-217.0	-547.0	-563.6
	380.4	291.2	861.8	749.2	995.2	1.200.0	192.5	1.809.3	500.9	1.368.0

Fuente: Banco de la República. *Cuentas Nacionales, 1950-1968*.

e) Con relación al consumo total de la comunidad es conveniente anotar que los gastos de consumo del gobierno se han mantenido estables y apenas se registra una leve tendencia ascendente, a precios constantes de 1958. Además conviene anotar que la participación del gobierno, dentro del consumo total, fue de 1966 a 1968 inferior a las de los años anteriores (cuadro 7.6).

El estudio de las cifras correspondientes al ahorro en Colombia hace pensar sobre la necesidad que existe de que el gobierno aumente su participación en la formación bruta interna de capital para lo que indudablemente es necesaria una modificación substancial en la estructura tributaria. La alta propensión media a consumir que existe en Colombia es prueba clara de la incapacidad que hay para adelantar obras fundamentales para su desarrollo, a menos que se cuente con volúmenes muy altos de financiación externa o con la participación activa del sector público. Las obras de desarrollo industrial de mayor importancia que se han hecho en el curso de este siglo han sido financiadas directa o indirectamente por el gobierno o han recibido ayuda externa importante. Tal es el caso de Acerías Paz del Río y de la llamada industria básica, que durante muchos años se ha beneficiado de exenciones tributarias. También podría citarse el caso de la industria petroquímica, la cual se ha

CUADRO 7.7 — GASTOS DE CONSUMO
(Millones de pesos a precios constantes de 1958)

Año	Consumo privado	%	Consumo del gobierno	%	Total
1960	16.509.2	92.50	1.339.6	7.50	17.848.8
1961	17.579.1	91.5	1.413.2	8.5	18.992.3
1962	19.031.4	93.0	1.531.2	7.0	20.562.6
1963	19.989.0	91.0	1.619.4	9.0	21.608.4
1964	21.795.0	93.0	1.641.2	7.0	23.436.2
1965	21.538.9	92.5	1.744.8	7.5	23.283.7
1966	23.522.9	92.81	1.822.7	7.19	25.345.6
1967	23.840.5	92.55	1.917.7	7.45	25.758.2
1968	25.276.8	92.72	1.984.1	7.28	27.260.9

Fuente: Banco de la República. *Cuentas Nacionales, 1950-1968*.

desarrollado en gran parte por la ayuda que ha recibido del extranjero, ya bien en forma de préstamos o inversiones directas de capital.

Teniendo en consideración las proyecciones hechas por las entidades económicas colombianas, el desempleo puede llegar a una cifra de cinco millones de personas en el año de 1985. Para evitar que tal proyección se convierta en realidad, se requiere obtener una tasa de crecimiento del producto interno por lo menos del 7.5 % anual. Para lograr dicha tasa, se requiere adelantar una política que logre orientar la captación de recursos internos para financiar la inversión necesaria. La canalización del ahorro doméstico es urgente por cuanto éste es la contrapartida de las financiaciones que recibirá el país del exterior.

Dentro de la orientación del ahorro nacional, reviste especial importancia el ahorro público y la acción oficial para la captación del privado.

La necesidad de aumentar la tasa de ahorro doméstico, implica la adopción de ciertas políticas que conlleven estímulos especiales para el ahorro y hagan factible el traslado de recursos privados hacia el sector público. También es necesario dotar al Estado de instrumentos útiles que permitan la canalización y orientación del ahorro.

II. Problemas para la creación y funcionamiento de las empresas comerciales e industriales del Gobierno Nacional.

Desde hace varios lustros se estableció en Colombia la costumbre de que ciertos servicios se presten a través de unidades descentralizadas, con autonomía administrativa y patrimonio propio. No cabe duda de que en términos generales este sistema ha dado buen resultado. La administración de los establecimientos en referencia no ha estado sujeta a incertidumbres de tipo político, ni sus administradores han estado sometidos a cambios frecuentes; por la descentralización la labor operativa diaria puede hacerse más ágil.

El Estado, al crear cualquier establecimiento descentralizado, generalmente lo dota de patrimonio propio, con base en recursos presupuestales que se asignan periódicamente o a través de la cesión de algún recurso fiscal de la nación o de la creación de uno especial.

Sin embargo muchas veces han dejado de crearse institutos de este tipo, o habiendo sido creados no han podido cumplir con sus funciones básicas por deficiencia de recursos financieros. Por ejemplo, las corporaciones regionales autónomas, excepción hecha de la del Valle del Cauca, no han podido cumplir su función fundamental de promoción del desarrollo regional por falta de recursos.

Los problemas que existen para la creación y funcionamiento de las empresas comerciales e industriales del Estado son básicamente de tipo financiero.

En esta primera parte se analizan las principales dificultades de tipo financiero con que se encuentran las empresas comerciales e industriales del Estado.

A pesar de la autonomía patrimonial y salvo casos como el de la Empresa Colombiana de Petróleos, los establecimientos autónomos se han convertido, desde el punto de vista fiscal, en dependientes del gobierno nacional, el cual debe, a través de aportes presupuestales, sufragar parte de los egresos de las entidades en referencia.

En los cuadros respectivos, puede verse que los ingresos de explotación de los institutos descentralizados representan apenas el 36% del total (promedio para 1964—1970). Conviene destacar que el anterior porcentaje cubre siete años y fue sacado de la consolidación de los ingresos de todos los institutos nacionales. Si de dicho total se excluyeran empresas como Ecopetrol, en la que los ingresos de explotación representan más del 70% del total, el promedio sería muy inferior.

Podría afirmarse que los institutos descentralizados no disponen de una verdadera autonomía patrimonial. La gran mayoría de dichos institutos para el cumplimiento de sus funciones, dependen en buena parte, del presupuesto nacional.

1. *Estrechez del mercado de capitales y dificultades para obtener recursos a través de la colocación de bonos internos.*

Los estudios que existen sobre el particular traen conclusiones que no admiten duda. El mercado de capitales en Colombia es muy estrecho. La alta propensión a consumir que caracteriza al país, hace que los fondos disponibles para la inversión sean bajos con relación al ingreso. La financiación a través del mercado de capitales es una de las empresas más complejas y difíciles que hay en Colombia. La emisión de nuevas acciones o la colocación de papeles de renta fija, debe acompañarse de dividendos potenciales muy atractivos o de rendimientos fijos muy cuantiosos.

En un estudio publicado en 1968 por el CEMLA, Antonin Basch afirma, y no sin razón, que los papeles de renta fija tienen un mercado limitado. Dice Basch, en el estudio mencionado, lo siguiente:

En una economía que atraviesa por una escasez de crédito, en la cual, bajo condiciones inflacionarias, los valores de gran solidez tienen rendimientos de más del 18 por ciento y se pueden obtener tasas de interés muy altas fuera del sector bancario, es lógico que los inversionistas con fondos abundantes no sean atraídos por los bonos de rendimientos bajos².

Por la situación explicada por Basch, es obvio que la colocación de papeles del gobierno en el mercado de valores sea difícil. La suscripción de los bonos de desarrollo económico, desde su primera emisión, ha sido lenta y difícil a pesar de la exención tributaria y de su rendimiento relativamente atractivo. El propósito inicial, cuando se autorizó la emisión de estos bonos, fue el de que el Banco de la República no tomara parte alguna en las operaciones respectivas. Sin embargo, el Banco sí ha participado en operaciones de estos bonos. El período inflacionario comprendido entre 1962 y 1966 paralizó prácticamente la colocación, en el mercado, de los bonos de desarrollo y de otros papeles del gobierno para poderles abrir nuevamente mercado el gobierno se vio precisado a llevar el interés de los bonos de la clase B al 11%, manteniendo el descuento del 5% para su venta.

El cuadro 7.8 muestra la distribución porcentual de los tenedores de documentos de deuda pública interna. En dicho cuadro puede verse claramente que la gran mayoría de la

² Basch, Antonin, *El mercado de capitales en Colombia*. CEMLA, México, 1968, pág. 91.

CUADRO 7.8 – DISTRIBUCION DE LA DEUDA PUBLICA INTERNA POR TENEDORES
(Millones de pesos)

Tenedores	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Banco de la República	418.2 52%	751.8 61%	1.976.8 72.5%	2.136.6 64%	2.125.7 54.5%	2.735.0 65.5%	4.235.7 67.5%	4.088.4 61.5%	4.384.4 61%	4.496.5 53%
Bancos comerciales	65.2 8%	83.4 7%	84.2 3%	224.0 7%	452.3 12%	572.1 12%	464.3 7.5%	752.9 11%	636.1 9%	625.2 7%
Otras entidades bancarias	109.0 13%	94.8 8%	54.0 2%	91.2 3%	133.4 3%	223.0 4.5%	124.1 2%	192.6 3%	145.5 2%	94.3 1%
Fondo de estabilización	13.5 2%	14.2 1%	55.7 2%	27.8 1%	26.8 0.5%	25.6 0.5%	24.9 0.4%	258.5 4%	254.4 3.5%	250.5 3%
Compañías de seguros y sociedades de capitalización	50.6 6%	49.5 4%	41.9 1.5%	48.2 1%	42.5 1%	29.4 0.5%	75.5 1%	73.6 1%	159.4 2%	165.9 2%
Otros tenedores	150.3 19%	228.1 19%	515.6 19%	804.6 24%	1.126.7 29%	1.345.4 27%	1.357.6 21.6%	1.283.9 19.5%	1.653.9 22.5%	2.909.1 34%
Total	806.8 100%	1.221.8 100%	2.728.2 100%	3.332.4 100%	3.907.4 100%	4.930.5 100%	6.281.1 100%	6.649.9 100%	7.233.7 100%	8.541.5 100%

Fuente: Banco de la República, *Informe anual del Gerente, 1968 y 1969.*

deuda pública interna ha estado siempre en manos del Banco Emisor; conviene anotar que el sistema bancario, las compañías de seguros y las sociedades de capitalización poseen también parte de tales documentos debido al sistema de inversiones forzosas que existe en Colombia. El Fondo de Estabilización, administrado por el Banco de la República, todavía es tenedor de documentos de deuda pública. En el período estudiado (1960–1969) se ve claramente que solo una parte pequeña de la deuda interna está en manos de los particulares; sin embargo, el porcentaje respectivo aumentó sustancialmente en 1969.

Lo anterior muestra que el crédito público interno ha estado limitado, en su gran mayoría, a operaciones entre el Banco de la República y el gobierno nacional sin que se haya creado un verdadero sistema para la colocación de documentos o títulos de deuda en el mercado abierto de capitales.

Dado el pequeño margen que existe en Colombia para la colocación de documentos de deuda pública, se ven claros los motivos que ha tenido el gobierno para apelar a la colocación de sus títulos a través de los mecanismos de inversiones forzosas y de créditos directos con el Banco de la República.

Son tales las dificultades que existen para la venta de documentos de deuda pública en el mercado abierto, que el gobierno nacional, para cubrir los déficit fiscal y de tesorería registrados en 1961 y 1962, tuvo que acudir al crédito del Banco de la República en cuantía superior a los 800 millones de pesos, en menos de sesenta días, en obligaciones en las que se pactaron plazos largos e intereses bajos. (Curiosamente puede registrarse que para cancelar la totalidad de los déficit mencionados, se utilizó parte de la contrapartida en pesos de un crédito para balanza de pagos otorgado, en 1962, por AID).

No falta quien haya afirmado que las operaciones de deuda interna del gobierno nacional tiene características inflacionarias por el hecho de que el Banco de la República siempre participa, directa o indirectamente, en la suscripción de los títulos respectivos.

Para cierta clase de institutos descentralizados se ha establecido un sistema de emisión anual de documentos de deuda pública, que se entregan a la entidad respectiva, la cual no puede colocarlos en el mercado y por lo tanto debe guardarlos para luego recibir los intereses correspondientes y el valor nominal al vencimiento del título. Este es el caso, entre otros, del Incora y del Instituto de Bienestar Familiar que encuentran financiación apreciable mediante este procedimiento.

CUADRO 7.9 — DEUDA PUBLICA INTERNA 1960-1969
(Millones de pesos)

Año	Saldos de capital a fin de año	Aumentos en el año
1960	.807	
1961	1.222	415
1962	2.728	1.506
1963	3.332	604
1964	3.907	574
1965	4.930	1.023
1966	6.281	1.351
1967	6.650	369
1968	7.234	584
1969	8.541	1.307

Los aumentos registrados en la deuda pública interna son, en los últimos diez años, bastante significativos. El cuadro 7.9 muestra los saldos de capital al finalizar cada uno de los años comprendidos en el lapso de 1960—1969.

Los incrementos que aparecen en el cuadro 7.9 corresponden a operaciones del gobierno con el Banco de la República y a nuevas inversiones forzosas de bancos y compañías de seguros. Dentro de las operaciones con el Banco de la República, conviene anotar las siguientes:

A. Pagares para la financiación de los déficit fiscales de 1961 y 1962 por valor de doscientos treinta y ocho, y setecientos millones respectivamente .

B. Refinanciación de los documentos de deuda interna, en poder del Banco de la República, en los años de 1964 y 1965 por valor superior a los ochocientos millones de pesos.

C. Pagare para la cancelación del saldo en contra de la cuenta Especial de Cambios. Dicho pagare fue por más de novecientos cincuenta millones de pesos.

Fuera de las operaciones con el Banco de la República, el endeudamiento interno del gobierno, durante la década, se originó principalmente en las emisiones de bonos de desarrollo económico, agrarios y de la Ley 21 de 1963. Estos documentos de deuda pública han servido para financiar inversiones del gobierno central y de algunos institutos descentralizados.

Teniendo en cuenta las dificultades que existen para obtener recursos internos mediante la colocación de bonos en el mercado de capitales, es claro que la empresas del gobierno no hayan podido apelar, con éxito, a dicho expediente. Buscar financiación para empresas de servicio público, mediante la emisión de bonos es verdaderamente ilusorio; para obtener recursos a través del sistema en referencia, sería necesario establecer intereses muy altos y vender los documentos con descuentos considerables. Sólo en esta forma podrían ser factibles las colocaciones en el mercado. Sinembargo, el servicio de una deuda en tales condiciones sería ciertamente oneroso para cualquier compañía. Además la conciencia inflacionista que tienen los inversionistas colombianos hace difícil la venta de bonos.

2. La asignación de recursos del presupuesto y las limitaciones del sistema tributario colombiano.

La inequitativa distribución del ingreso, la alta propensión al consumo y otro sinnúmero de circunstancias hacen que sea el gobierno el sector que tenga a su cargo el mayor esfuerzo para la captación de ahorro y la acumulación de capital en Colombia.

CUADRO 7.10 – INGRESOS DEL GOBIERNO CENTRAL 1960 - 1969
(Millones de pesos)

Año	Ingresos corrientes				Ingresos de capital						Total de ingresos	
	Tributarios		No tributarios		Recursos del Balance		Recursos del crédito					
	Valor	%	Valor	%			Interno		Externo			
					Valor	%	Valor	%	Valor	%		
1960	1.941	78.4	190	7.7	207	8.4	120	4.8	17	0.6	2.475	100%
1961	2.023	61.8	176	5.4	134	4.1	510	15.6	428	13.1	3.271	100%
1962	1.948	63.4	195	6.4	6	0.1	818	26.7	104	3.4	3.071	100%
1963	3.007	75.2	229	5.8	5	0.1	407	10.2	348	8.7	3.996	100%
1964	4.009	78.7	154	3.0	168	3.3	654	12.8	113	2.2	5.098	100%
1965	4.182	71.8	229	3.9	39	0.7	1.282	22.0	94	1.6	5.826	100%
1966	6.170	73.5	286	3.4	30	0.4	1.640	19.5	271	3.2	8.397	100%
1967	6.937	78.9	358	4.1	193	2.1	576	6.6	729	8.3	8.793	100%
1968	8.498	71.6	368	3.1	994	8.4	496	4.2	1.503	12.7	11.850	100%
1969	10.778	66.8	470	2.9	1.222	7.6	1.321	8.2	2.342	14.5	16.133	100%

Fuente: Informes anuales del Contralor General de la República.

CUADRO 7.11 – ESTABLECIMIENTOS PUBLICOS NACIONALES DESCENTRALIZADOS
RESUMEN DE INGRESOS
(Millones de pesos)

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	Total 1964-1970	
								Valor	%
Ingresos corrientes									
1. Impuestos	78.6	68.9	103.8	776.4	759.1	765.7	1.370.5	3.923.0	5
2. Ingresos de explotación	2.028.9	2.367.6	2.577.7	3.271.7	4.660.9	5.769.0	7.088.5	27.764.3	36
3. Aportes, auxilios y participaciones									
a) Aportes de la Nación	820.0	825.1	997.3	1.747.0	2.774.5	3.387.9	5.738.1	16.289.9	21
b) Otros	287.9	593.6	1.090.9	1.453.1	1.694.5	2.389.7	2.487.5	9.997.2	13
	1.107.9	1.418.7	2.088.2	3.200.7	4.469.0	5.777.6	8.225.6	26.287.1	34
Total ingresos corrientes	3.215.4	3.855.2	4.769.7	7.248.2	9.889.0	12.312.3	16.684.6	57.974.4	75
Ingresos de capital									
1. Venta de activos	5.8		0.8	112.4		167.9	517.0	803.9	1
2. Recursos del balance	216.3	328.9	538.9	860.8	1.137.0	1.319.2	1.113.3	5.514.4	7
3. Recursos del crédito	499.0	383.6	697.5	954.2	1.495.0	2.754.8	3.462.2	10.246.3	13
4. Otros ingresos de capital	180.9	173.6	405.5	578.3	644.1	489.7	769.0	3.241.1	4
Total ingresos de capital	902.0	886.1	1.642.7	2.505.7	3.276.1	4.731.6	5.861.5	19.805.7	25
Total de ingresos	4.117.4	4.741.3	6.412.4	9.753.9	13.165.1	17.043.9	22.546.1	77.781.0	100

Fuente: Datos de la Contraloría General de la República para 1964 a 1969 y datos estimados por la Dirección General de Presupuestos para 1970.

Los gobiernos, para poder financiar las inversiones públicas, tienen que establecer sistemas para trasladar recursos del sector privado hacia el público. En virtud de las dificultades que existen en Colombia, para captar ahorro a través del mercado de capitales, el sistema tributario ha sido la herramienta más eficaz del gobierno para hacerse a fondos. La parte principal del presupuesto del gobierno central ha estado tradicionalmente financiada con ingresos tributarios y a través de éste reciben, las empresas comerciales e industriales, aportes muy valiosos para el cumplimiento de sus funciones (cuadro 7.10).

CUADRO 7.12 – PRODUCIDO DE ALGUNOS IMPUESTOS ESPECIALES
(Millones de pesos)

	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Especial del 6 % para vivienda	4.3	25.6	28.8	43.2	48.0	46.9	67.4	78.2	214.1	95
Fomento eléctrico e I.C.S.S. ¹	8.8	37.8	54.5	78.3	87.3	145.2	209.7	133.3	112.1	158.0
Pro turismo nacional	5.5	6.4	7.9	9.0	10.0	12.0	13.1	16.4	19.6	24.0

Fuente: Datos de la Contraloría General de la Nación para 1964 a 1969 y para 1970 estimativos de la Dirección General de Presupuesto.

¹ El producido del impuesto debe repartirse así: 2/3 para fomento eléctrico y 1/3 para el I.C.S.S.

De acuerdo con datos de la Contraloría General de la República y de la Dirección General de Presupuesto, los aportes presupuestales a los establecimientos públicos descentralizados, entre 1964 y 1970, representaron, en promedio, el 28 % de los ingresos corrientes y el 21% de los ingresos totales de los institutos públicos nacionales (cuadro 7.11).

Además de los aportes del presupuesto, ciertos institutos descentralizados reciben, por disposición legal, fondos provenientes de impuesto con destinación especial. Por ejemplo, el Instituto de Energía Eléctrica y el Instituto de Crédito Territorial reciben el producto de los impuestos complementarios de vivienda y fomento eléctrico; el Fondo de Promoción de Exportaciones recibe los fondos que se recaudan por concepto del impuesto del 1.1/2% a las importaciones creado en 1967. La Empresa Colombiana de Turismo se beneficia con el 5% de las tarifas hoteleras, pasajes internacionales y otros. Lo recibido por los institutos autónomos por concepto de impuestos de destinación especial, representó el 7% del total de los ingresos corrientes de todos los establecimientos nacionales autónomos y el 5% de los ingresos totales (cuadro 7.12).

El sistema tributario colombiano no permite aumentar las inversiones públicas del gobierno central ni las de los establecimientos autónomos. La relación de ingresos tributarios a producto nacional bruto en Colombia es una de las más bajas de la América Latina (cuadro 7.13).³ En el informe Musgrave se afirma que el esfuerzo tributario colombiana es relativamente bajo.

En el Informe Musgrave aparece la siguiente información que es muy importante: La renta líquida gravable de las personas naturales es sólo el 31% de la renta bruta, las deducciones representan el 29% y las exenciones el 40 % (cuadro 7.14). Sin necesidad de aumentar las tarifas y solo revisando las deducciones y exenciones existentes, los recaudos por concepto de impuesto de renta podrían aumentar considerablemente. Lo anterior no implica que las actuales exenciones y deducciones sean injustificadas sino que representando ellas la mayor parte de la renta bruta, se impone un análisis y estudio completo sobre el particular. Las exenciones correspondientes a pagos de cesantías, primas y otras prestaciones sociales representan más del 10% del total de la renta bruta de los particulares y las exenciones personales más del 17%⁴.

Si se lograra un cambio en la estructura tributaria del país a fin de ampliar la base impositiva y de establecer sistemas de deducciones y exenciones acordes con su realidad económica, los ingresos fiscales podrían aumentar en forma que hicieran incremento en las inversiones públicas y en los aportes presupuestales a los establecimientos autónomos. Para aumentar la relación entre los ingresos tributarios y el producto nacional bruto se requiere revisar todo el sistema tributario del país y en especial el impuesto a las ventas y el de renta y complementarios.

³ Informe Musgrave, *Bases para una Reforma Tributaria en Colombia*. Biblioteca Banco Popular, 1969, pág. 36.

⁴ Informe Musgrave, cit., pág. 55.

CUADRO 7.13 – RELACION ENTRE RECAUDOS TRIBUTARIOS Y PRODUCTO NACIONAL BRUTO

Años	Colombia	Brasil	Chile	Argentina
1966	11.9			
1967	12.3			
1968	11.7			
1963 - 65	11.5	21.4	20.9	20.1

Fuente: Informe Musgrave: *Bases para una Reforma Tributaria en Colombia*. Biblioteca Banco Popular, pág. 36.

CUADRO 7.14 – IMPUESTO DE RENTA SEGUN DECLARACIONES DE PERSONAS NATURALES¹
(Millones de pesos)

Renta bruta	29.811	100
Menos: deducciones	8.758	29
Renta líquida	21.233	
Menos: exenciones	12.080	40
Renta líquida gravable	9.153	31

Fuente: Informe Musgrave. *Bases para una Reforma Tributaria en Colombia*. Biblioteca Banco Popular, pág. 55.

¹ Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Bogotá.

Mientras el país no se resuelva a modificar sustancialmente su sistema impositivo en forma que los recaudos aumenten para establecer un nivel de ingresos fiscales que le permitan incrementar sus inversiones en los diferentes niveles del gobierno, no será posible mantener una tasa de crecimiento del producto bruto interno per cápita acorde con las necesidades económicas y sociales.

Los planes de desarrollo que han sido llevados a la consideración del Congreso y presentados a la opinión pública, suponen un incremento en el ahorro público, hecho a través del presupuesto nacional; tal ahorro solo puede lograrse mediante un aumento sustancial en los ingresos corrientes del gobierno.

En el Plan de Inversiones Públicas presentado al Congreso, puede verse que las diferentes alternativas de inversión en el período 1971–1973, se basan en aportes presupuestales valiosos. Tales aportes son financiados con el superávit del gobierno en cuenta corriente. El logro de superávit cuantiosos en cuenta corriente, implica aumento en los ingresos fiscales de la nación o disminuciones en los gastos de funcionamiento, lo que ciertamente no es viable. Por último, conviene destacar que en el plan trienal de inversiones, se asume que entre un 10% y un 20% de las inversiones totales sean financiadas con el producto de los superávit en cuenta corriente que registre el Presupuesto Nacional.

III. La financiación de algunas empresas públicas y de una privada que ha sido auspiciada y promovida por el Estado.

El presente aparte tiene por objeto hacer un breve análisis sobre las fuentes de financiación y recursos que han tenido para el cumplimiento de su objetivo social, Acerías Paz del Río, S.A., el Instituto Colombiano de Energía Eléctrica y el Instituto de Fomento Industrial.

CUADRO 7.15 — ACERIAS PAZ DEL RIO S.A. FUENTES Y USOS DE RECURSOS 1951 - 1969

(Miles de pesos)

	1951-55	1956-60	1961-65	1966	1967	1968	1969	Total Valor	%
Recursos									
Utilidades (pérdidas)	(50.720)	13.147	143.485	20.743	21.027	54.498	81.111	283.291	14
Depreciación (aumento neto)	30.170	84.498	82.195	24.116	24.528	59.466	55.168	360.141	18
	(20.550)	97.645	225.680	44.859	45.555	113.964	136.279	643.432	32
Aumento deuda a largo plazo	45.666	(43.989)	58.120	146.885	137.764	86.295	13.154	443.895	23
Aumento de capital	384.415	179.238	20.762					584.415	30
Aumento de provisiones y y reservas	13.986	16.209	60.494	(22.025)	13.869	28.345	38.045	148.923	8
Aumento de pasivos corrientes	21.644	464	6.754	51.567	1.636	41.401	10.780	134.246	7
Total recursos	445.161	240.567	371.810	221.286	198.824	270.005	198.258	1.954.911	100
Usos									
Activo fijo (aumento neto)	359.630	162.803	117.716	265.053	135.338	280.092	80.208	1.400.840	72
Inventarios y materiales	38.025	99.323	58.715	26.083	(22.361)	33.691	(17.548)	215.928	11
Cuentas por cobrar	11.479	17.472	28.919	7.113	9.502	7.221	7.879	89.585	5
Valores e inversiones	(150)	3.284	51.739	(51.023)	(1.000)		60.962	60.812	3
Otros activos corrientes			14.026	(5.630)	5.341	(8.234)	2.559	8.962	
Otros activos no corrientes	3.115	(1.614)	73.896	7.480	68.253	(50.745)	49.123	149.508	8
Dividendos decretados ¹							6.000	6.000	
Total usos	412.099	281.268	345.011	246.076	195.073	262.025	189.183	1.931.635	99
Superávit de efectivo en el año	33.062	(31.701)	25.899	(24.790)	3.751	7.980	9.075	23.276	1
Superávit de efectivo acumulado	37.346	5.645	31.544	6.754	10.505	18.485	27.560	1.954.911	100

Fuente: Informes y Balances de Acerías Paz del Río, S.A.

¹ Incluye solamente dividendos de utilidades. Los dividendos no pagados figuran dentro de recursos (Aumento de pasivos corrientes)

Acerías Paz del Río ha sido incluida dentro de este estudio, a pesar de ser hoy propiedad de particulares, por cuanto su origen fue público, sus recursos financieros han sido siempre obtenidos gracias a la acción del Estado y porque cumple una función eminentemente social (cuadro 7.15).

1. Un caso especial: Acerías Paz del Río, S.A.

Esta empresa es el típico ejemplo de la necesidad de la intervención pública en el desarrollo de una actividad económica que requiere de una inversión de capital importante y cuyos beneficios no pueden apreciarse sino años después de iniciada la operación industrial.

Tanto la construcción como las ampliaciones posteriores de Paz del Río, S.A. han sido financiadas por créditos externos e internos y por la suscripción de capital; en estas operaciones siempre ha participado en forma definitiva, el gobierno central, tal como veremos más adelante.

La primera actividad relacionada con esta empresa fue una emisión de bonos de diez millones de pesos hecha por el Instituto de Fomento Industrial en 1945 para la promoción y estudios tendientes al montaje de una planta siderúrgica integrada, aprovechando para tal efecto los yacimientos de mineral de hierro, carbón y caliza localizados en el Departamento de Boyacá. Con base en disposiciones dictadas por el Congreso de la República en 1948, se formó una sociedad anónima, a la cual el gobierno aportó inicialmente seis millones de pesos. En 1949 mediante disposiciones legales y a fin de aumentar el aporte de los particulares a la compañía, se eximió del pago de ciertos impuestos directos especiales a quienes decidieran suscribir acciones de Paz del Río; también se dio la facultad para emitir bonos con amortización a veinte años.

Como la suscripción de acciones era demorada, por el lento recaudo de los aportes de los contribuyentes, las obras necesarias para las instalaciones mineras y el montaje de las plantas industriales, se financiaron con base en bonos emitidos por la compañía y tomados por el Banco de la República. La compra de equipos se hizo mediante un crédito obtenido con el Banco de París y los Países Bajos. Luego de terminadas las obras y al iniciarse la operación industrial, el gobierno nacional, mediante decreto extraordinario de 1955, autorizó la conversión de los bonos, tomados por el Banco de la República, en acciones. En ese mismo año, el gobierno vendió al Banco de la República las acciones que poseía en Paz del Río, cuyo valor nominal era de trescientos diez millones de pesos y se acordó en el contrato respectivo que los aportes de los contribuyentes, cuando éstos optaran por comprar acciones en vez de pagar el impuesto adicional, se destinaría al traspaso progresivo de las acciones del Banco a los particulares y a la emisión de nuevas acciones.⁵

En 1963 la compañía inició un programa de ensanches cuya financiación, tal como puede verse en los balances anexos, fue hecha a través de créditos a largo y mediano plazo: un crédito de treinta millones de dólares del BIRF; uno del Fondo de Inversiones Privadas por valor de treinta y cuatro millones de pesos y otro del Banco Central Hipotecario, en bonos industriales, por veintidós millones de pesos. El resto del costo del ensanche mencionado se hizo con base en recursos propios de la empresa originados en las utilidades netas, luego de cancelar pérdidas anteriores, a partir del año de 1963, y con las diferentes reservas y provisiones constituidas en el balance.

De un breve análisis de los cuadros en que se muestran los balances y las fuentes y usos de fondos de Paz del Río, se desprenden las siguientes observaciones:

A. El capital ha sido el principal recurso financiero de la empresa.

B. Las obligaciones a largo plazo, si bien son muy cuantiosas, representan solo el 23% del total. Es necesario anotar que el préstamo del Banco de París y los Países Bajos fue cancelado en un lapso relativamente corto y que en la fecha ya han sido cubiertas varias de las cuotas de capital e intereses del crédito recibido del BIRF en 1963;

C. Las utilidades han representado el 14% de los fondos recibidos en el período analizado (1951 a 1969).

D. Las reservas para depreciaciones y amortizaciones tuvieron un aumento neto de trescientos sesenta millones de pesos y otras provisiones y reservas un incremento neto de ciento cuarenta y ocho millones de pesos.

Por otra parte, la utilización de fondos ha sido, en el lapso comprendido entre 1951 y diciembre de 1969, así:

A. Mil cuatrocientos millones de pesos de aumentos netos en el activo fijo;

B. Doscientos quince millones de pesos de incremento en los inventarios de productos terminados, semiterminados, materias primas y materiales;

C. Sesenta millones de pesos en inversiones y valores varios.

Sobre la capitalización de Acerías Paz del Río, S.A. y los créditos que ha recibido, vale la pena anotar los siguientes factores:

A. La totalidad del capital de Acerías Paz del Río, S.A. fue suscrito y pagado mediante la intervención del gobierno nacional.

En efecto y tal como se dijo en otro aparte de esta sección, la inversión de los particulares en esta empresa se hizo mediante mecanismos tributarios establecidos para traspasar accio-

⁵ En el cuadro 7.16 puede observarse cómo en los años de 1954 y 1955 la estructura del pasivo de la compañía se modificó disminuyéndose las obligaciones a largo plazo y aumentándose el capital en forma sustancial. También puede verse el modo como el capital aumenta paulatinamente hasta llegar, en 1962, a seiscientos millones de pesos.

CUADRO 7.16 – ACERIAS PAZ DEL RIO, S.A. – BALANCES EN DICIEMBRE 31
(Miles de pesos)

	1950	1955	1960	1965	1966	1967	1968	1969
Activo								
Activo corriente:								
Efectivo y equivalentes	4.284	37.346	5.645	31.544	6.754	10.505	18.485	27.560
Valores e inversiones	150	—	3.284	55.023	1.000			60.962
Cuentas por cobrar	660	12.139	29.611	58.530	65.643	75.145	82.366	90.245
Otros activos corrientes				14.926	— 9.296	14.637	6.403	8.962
Inventarios		11.128	92.284	117.110	131.697	104.259	101.816	93.371
Materiales y repuestos	1.162	28.059	46.226	80.115	91.611	96.688	132.822	123.719
	1.162	39.187	138.510	197.225	223.308	200.947	234.638	217.090
Menos: provisión para protec.		5.000	12.000	17.000	17.000	17.500	17.500	21.800
	1.162	34.187	126.510	180.225	206.308	183.447	217.138	195.290
	6.256	83.672	165.050	340.248	289.001	283.734	324.392	383.019
Activo fijo:								
Activo fijo depreciable	7.695	358.962	472.392	528.491	560.514	572.587	894.260	1.054.954
Menos depreciación acumulada	—	30.170	114.668	196.863	220.979	245.507	304.973	360.141
	7.695	328.792	357.724	331.628	339.535	327.080	589.287	694.813
Ampliaciones, construcciones y adiciones	—	5.526	49.463	108.236	340.077	531.169	493.340	460.509
Otros activos fijos no deprec.	—	2.837	8.280	11.501	12.556	12.426	12.918	14.293
	7.695	337.155	415.467	451.365	692.168	870.675	1.095.545	1.169.615
Otros activos no corrientes:	1.771	4.886	3.272	77.168	84.648	152.901	102.156	151.279
Total del activo	15.722	425.713	583.789	868.781	1.065.817	1.307.310	1.522.093	1.703.913
Pasivo								
Pasivo corriente:								
Cuentas por pagar	54	14.844	15.627	28.916	75.491	35.886	50.956	59.280
Obligaciones a corto plazo	—	—	5.163	—	4.992	46.233	53.949	62.953
Otros pasivos corrientes	—	6.854	1.372	—	—	—	18.615	12.067
	54	21.698	22.162	28.916	80.483	82.119	123.520	134.300
Pasivos varios:								
Deudas a largo plazo	—	45.666	1.677	59.797	206.682	344.446	430.741	443.895
Cesantías consolidadas	83	6.118	11.283	24.929	29.394	35.143	43.647	47.978
Otras provisiones y reservas	—	2.951	6.995	40.393	20.898	29.973	49.814	79.228
Otros pasivos no corrientes	—	—	—	8.450	1.455	—	—	—
	83	54.735	19.955	133.569	258.429	409.562	524.202	571.101
Capital y superávit:								
Capital	15.585	400.000	579.238	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000
Superávit por revaluación de activos	—	—	7	384	250	67.947	72.191	121.221
Utilidades (pérdidas) acumul.	—	—	(43.004)	—	—	—	—	—
Reservas	—	—	—	67.660	105.912	126.655	147.682	196.180
Utilidades (pérdidas) del año	—	(50.720)	5.431	38.252	20.743	21.027	54.498	81.111
	15.585	349.280	541.672	706.296	726.905	815.629	874.371	998.512
Total pasivo, capital y superávit	15.722	425.713	583.789	868.781	1.065.817	1.307.310	1.522.093	1.703.913

Fuente: *Informes y balances. Acerías Paz del Río, S.A.*

nes del Banco de la República a terceros. La compra de acciones por parte del Banco Emisor fue una operación lograda por el gobierno para cambiar los bonos por acciones.

B. Los créditos recibidos por Paz del Río han sido ya bien avalados por el Estado u obtenidos gracias a la intervención definitiva del gobierno. Por ejemplo:

a) El préstamo que recibió de US\$ 30.000.000 otorgado por el BIRF tiene la garantía del Gobierno de Colombia. Tal garantía se motivó en el hecho de ser Acerías una empresa creada bajo los auspicios del gobierno;

b) El préstamo que recibió del Banco de París y los Países Bajos fue respaldado por el Gobierno de Colombia y el Banco de la República;

c) Para efectos de descuentos de bonos de prenda, la Junta Directiva del Banco de la República creó instrumentos y herramientas especiales para que Paz del Río tuviera un acceso fácil y no costoso a este tipo de créditos;

d) El crédito que le otorgó a Paz del Río el Banco Central Hipotecario, en bonos industriales, fue de tales características que no hubo descuento y los bonos fueron tomados por el Banco de la República en su totalidad.

C. La Empresa ha logrado mantener de 1963 a hoy un volumen de utilidades relativamente aceptable gracias a las exenciones tributarias. Sobre el particular conviene anotar lo siguiente:

a) La ley otorgó una exención tributaria especial a Acerías Paz del Río, S.A. por un lapso de veinte años;

b) Dicha exención fue limitada en cuanto a impuestos municipales se refiere. En efecto, disposiciones legislativas de 1963, disminuyeron el lapso de la exención a 1967;

c) Con referencia a los impuestos nacionales puede anotarse lo siguiente:

—Los impuestos de timbre y papel sellado son pagados por Acerías Paz del Río sólo desde el 16 de Diciembre de 1968;

—El impuesto de renta y complementarios se causará en su totalidad solo a partir de 1974. Al terminarse la exención consagrada por la ley, en diciembre de 1968, la empresa se acogió al régimen de industria básica y continuó exenta en 1969, salvo el impuesto especial de vivienda. De 1970 a 1974 pagará el impuesto de renta de acuerdo con el sistema establecido por la ley para terminar, en forma gradual, con las exenciones para la industria básica establecidas en la ley 81 de 1960;

—La empresa ha contado con exención de derechos de aduana en la importación de equipos para desarrollo minero.

D. El gobierno nacional eximió a Paz del Río de la obligación de constituir depósitos previos para la importación de equipos, materias primas, etc. aliviando así su situación de capital de trabajo.

E. Con referencia a la exención de impuestos de renta y complementarios conviene anotar que la empresa por ese solo hecho ha dejado de pagar al gobierno las siguientes cifras aproximadas, en millones de pesos:

1969	\$ 30.0	1968	\$ 21.5
1967	\$ 8.4	1966	\$ 8.0
1965	\$ 15.00	1964	\$ 17.5
1963	\$ 12.5		

Del total anterior, que suma ciento doce millones novecientos mil pesos, están excluidos los años de 1951, 1958, 1959, 1961 y 1962, épocas en las que también se registraron utilidades.

Lo anterior muestra que Paz del Río, S.A. ha recibido financiación del Estado por todos los conductos posibles.

Por último, no sobra anotar los problemas que en la actualidad tiene Paz del Río. De acuerdo con los estudios de mercados existentes está comprobado que el mercado nacional para artículos siderúrgicos ordinarios y especiales, incluyendo arrabio de fundición, se acerca a las seiscientas mil toneladas por año. Suponiendo que el país no pueda por ahora, en vista de la diversificación de calibres y especificaciones especiales emprender obras para abastecer la totalidad del mercado, puede afirmarse que sí es factible hacerlo para el 80% de dicha demanda, o sea para cuatrocientas ochenta o quinientas mil toneladas.

La capacidad instalada de Acerías Paz del Río, incluida la planta de desiliciado es de doscientas diez mil toneladas en un proceso integrado. La capacidad de laminación es mucho mayor y llega a trescientas cincuenta mil toneladas.

Para lograr Paz del Río una situación en que pueda atender buena parte de la demanda nacional, o sea quinientas mil toneladas, es necesario adelantar un programa de ensanche integrado, que requiere una nueva coquería, un alto horno, ampliación de la acería y de la laminación, nuevos servicios y nuevas explotaciones mineras, etc., con un costo, que hoy, no es en ningún caso inferior a los tres mil millones de pesos. Es claro que para poder arbitrar los fondos requeridos, la compañía necesita de créditos externos, que obligatoriamente tendrían que ser garantizados por el gobierno nacional. En cuanto hace relación a la parte en moneda corriente que demanda el ensanche, no se ve la forma como la empresa pueda, por sí sola, obtener dichos fondos, que en 1966 se estimaban en más de seiscientos millones de pesos. Para lograr tales fondos se necesitaría, además de la utilización de las reservas que tiene la empresa y de las utilidades en los próximos años, de un aumento de capital, el cual no puede lograrse sino mediante la acción del gobierno. Además sería necesario suprimir el dividendo que hoy día paga Acerías a sus accionistas.

No hay duda que si Acerías Paz del Río, S.A. no emprende rápidamente las obras de ampliación necesarias para llegar a quinientas mil toneladas anuales de producción, la diferencia entre el mercado y la producción nacional será cubierta mediante pequeños ensanches de las siderúrgicas que operan en Colombia a base de hornos eléctricos; en tal caso, Acerías perdería la única oportunidad que tiene de ampliarse que es la que se desprende de las necesidades locales, por cuanto un ensanche con destino a mercados externos no es económicamente posible por la localización de la planta. Las reservas mineras probadas, las inversiones de infraestructura ya efectuadas y la experiencia acumulada durante muchos años de producción, hacen que la ampliación de Paz del Río sea el mejor camino posible para solucionar los problemas de abastecimiento del mercado nacional.

2. *El Instituto Colombiano de Energía Eléctrica.*

El Instituto Colombiano de Energía Eléctrica, antiguamente denominado Instituto de Aprovechamiento de Aguas y Fomento Eléctrico, es, de acuerdo con las disposiciones legales vigentes, el organismo rector de la política eléctrica del país y tiene por objeto satisfacer las necesidades de este servicio en todo el territorio nacional.

Naturalmente lo anterior, como se afirma en el informe del Instituto correspondiente a los años de 1966 a 1970, no implica que no exista preocupación sobre la coordinación necesaria que se requiere para el desarrollo eléctrico del país por virtud de la existencia de organismos autónomos como las Empresas Públicas de Medellín, la Empresa de Energía Eléctrica de Bogotá, la Compañía de Interconexión Eléctrica, etc. A pesar de esta preocupación, el ICEL ha venido, con la colaboración de sus filiales y de las empresas autónomas, participando activamente en la coordinación y planeación de toda la política eléctrica del país.

CUADRO 7.17 — INSTITUTO COLOMBIANO DE ENERGIA ELECTRICA
FUENTES Y USOS DE RECURSOS. AÑOS 1967-69
(Miles de pesos)

	1967	1968	1969	Total Valor	%
Recursos					
Aumento deuda a largo plazo. Moneda colombiana ¹	8.993	80.228	45.720	134.941	11
Moneda extranjera	140.914	61.796	67.214	269.924	22
Aportes del Gobierno Nacional ²	162.057	268.465	252.238	682.760	56
Otros aportes y donaciones			1.000	1.000	
Aumento de reservas y provisiones	13.551	14.130	16.680	44.361	4
Aumento de pasivos corrientes	21.399	18.516	47.283	87.198	7
Aumento de otros pasivos	(6.801)	2.947	1.936	(1.918)	
Total recursos	340.113	446.082	432.071	1.218.266	100
Usos					
Pérdidas (Utilidades)	(547)	4.336	14.039	17.828	1
Depreciación (aumento neto)	(1.121)	(1.034)	3.702	1.547	
	(1.668)	3.302	17.741	19.375	1
Aportes y anticipos en empresas de servicio público	247.679	130.238	102.860	480.777	39
Terrenos y costos de obras para transferir a subsidiarias y otras	6.806	(3.211)	274.257	277.852	23
Otras inversiones	42.360	109.929	159.646	311.935	26
Activo fijo (aumento neto)	6.437	175.566	(186.948)	(4.945)	
Inventarios	2.712	9.904	17.421	30.037	2
Cuentas y efectos por cobrar	50.257	(6.305)	49.254	93.206	8
Otros activos	3.248	3.585	6.551	13.384	1
Total usos	357.831	423.008	440.782	1.221.621	100
Superávit (déficit) de efectivo para el período	(17.718)	23.074	(8.711)	(3.355)	
Superávit (déficit) de efectivo acumulado	14.764	37.838	29.127	1.218.266	100
Saldo en diciembre 31, 1966. \$32.482					

Fuente: *Estados Financieros del Instituto Colombiano de Energía Eléctrica e Informe del Gerente para el período de 1966-1969.*

¹No incluye vencimientos corrientes.

²No incluye pérdidas capitalizadas

A finales del año de 1969 la capacidad instalada de generación de energía eléctrica era de 1.903.948 Kw., el 36% de dicha capacidad instalada corresponde al ICEL, el 23% a la Empresa de Energía Eléctrica de Bogotá, el 22% a las Empresas Públicas de Medellín, el 14% a la C.V.C y el 5% a otras pequeñas empresas.

El capital del Instituto Colombiano de Energía Eléctrica, en Diciembre 31 de 1969, ascendía a mil trescientos cincuenta millones de pesos. Por la índole de las actividades del ICEL, la mayor parte de sus activos está constituida por aportes a otras empresas y sociedades de servicio público, tales como las Electrificadoras Departamentales y la Sociedad de Interconexión Eléctrica, etc. El ICEL, ha venido funcionando básicamente como una compañía de las que en los países anglosajones denominan *holding companies*. A diciembre 31 de 1969, sus aportes en otras empresas sumaban mil doscientos treinta y ocho millones de pesos mientras sus activos fijos llegaban sólo a catorce millones setecientos mil pesos.

Durante los años de 1967 a 1969 los aportes hechos por ICEL a empresas de servicio público, sumaron cuatrocientos ochenta y un millones de pesos y el costo de los terrenos y obras por transferir a empresas filiales y otras, en Diciembre de 1969, sumaban doscientos

setenta y ocho millones de pesos. Durante el mismo lapso, los activos fijos registraron una disminución neta de cinco millones de pesos.

El renglón denominado otras inversiones, que comprende aportes a entidades como la C.V.C., C.A.R., Corporación Regional del Quindío, Industrias de Concreto Centrifugado, etc., muestra un aumento, entre 1967 y 1969 de trescientos doce millones de pesos.

Tal como puede verse en el cuadro 7.17, los recursos con los cuales contó el ICEL, en el lapso estudiado, para efectuar sus gastos e inversiones ascendieron a mil doscientos dieciocho millones de pesos. Las fuentes de fondos más significativas fueron, en orden de importancia, las siguientes:

Aportes del gobierno nacional	56%
Aumento de deudas en moneda extranjera	22%
Aumento de deudas en moneda corriente	11%

Paradójicamente puede verse que el renglón de utilidades fue negativo ya que las pérdidas acumuladas en el período fueron de diecisiete millones ochocientos veinte mil pesos.

En el cuadro 7.17 se observa, tal como se afirmó atrás, que el 56% de los recursos de caja del ICEL tuvieron su origen en el presupuesto nacional. Lo anterior es ejemplo claro de lo dicho en la sección I con relación a la dependencia financiera que del presupuesto nacional tienen los Institutos descentralizados. A diferencia de las Empresas Públicas de Medellín y de la Empresa de Energía Eléctrica de Bogotá, el mayor recurso financiero del ICEL no ha sido el aumento de pasivos, en moneda extranjera, ni los ingresos de explotación sino los aportes del presupuesto nacional.

Tal como se verá en otra parte del presente estudio, las empresas de Bogotá y Medellín no reciben aportes ni subsidios presupuestales y por el contrario, con cargo a sus utilidades, contribuyen a los presupuestos municipales de Bogotá y Medellín. También es conveniente tener en cuenta que los recursos de explotación de las empresas de Bogotá y Medellín constituyen una buena parte los fondos que reciben anualmente, mientras el ICEL, ha venido registrando pérdidas periódicas, lo que indudablemente se debe al déficit en la operación de sus filiales y subsidiarias.

En el renglón del balance denominado *cuentas y efectivos por cobrar* que en diciembre 31 de 1969 ascendía a más de cien millones de pesos, está incluida una partida de ochenta y seis millones correspondientes a aportes de capital por cobrar al gobierno nacional.

Durante los últimos años el ICEL ha aumentado en forma muy grande sus actividades. En los años 1966 a 1969 la capacidad de generación de energía eléctrica instalada por el ICEL y sus filiales aumentó en 264.000 Kw. y las redes de transmisión tuvieron un incremento de 989 Km. Dichas obras fueron hechas a un costo aproximado de novecientos cincuenta millones de pesos.

Tal como se afirmó atrás, los pasivos con entidades financieras nacionales y extramjeras no representan sumas muy altas sobre todo si se hace una comparación con otras compañías similares. En efecto, dichas obligaciones, incluidos los vencimientos corrientes, ascendían, en diciembre 31 de 1969, al 29% del pasivo y capital del ICEL. Conviene anotar que dentro de esa cifra están incluidas obligaciones con las Empresas Públicas de Cartagena, con Fonade y préstamos para capital de trabajo. Por otra parte se debe anotar que el ICEL, al igual que todas las entidades que han recibido créditos externos, ha visto afectado su pasivo por las modificaciones sucesivas en el tipo de cambio.

Por último, en diciembre 31 de 1969, la pérdida acumulada del ICEL ascendía a más de 53 millones de pesos. Dichas pérdidas han venido siendo absorbidas a través del capital de la sociedad, el cual está constituido por aportes del gobierno nacional, de otras entidades y de reservas varias (cuadro 7.18).

CUADRO 7.18 – INSTITUTO COLOMBIANO DE ENERGIA ELECTRICA
BALANCES A DICIEMBRE 31
(Miles de pesos)

	1966	1967	1968	1969
Activo				
Activo corriente:				
Efectivo	32.482	14.764	37.838	29.127
Cuentas y efectos por cobrar	11.390	61.647	55.342	104.596
Inventarios	2.065	4.744	14.648	32.058
Menos: Provisión para protección	459	426	426	415
	1.606	4.318	14.222	31.643
Otros activos corrientes	33	52	84	97
	45.511	80.781	107.486	165.463
Inversiones:				
Aportes y anticipos en empresas de servicio público	756.825	1.004.504	1.134.742	1.237.602
Terrenos y costos de obras para transferir a subsidiarias y otras	21.962	28.768	25.557	299.814
Otras inversiones	22.611	64.971	174.900	334.546
	801.398	1.098.243	1.335.199	1.871.962
Menos: provisión para protección	21.887	27.475	37.579	54.165
	779.511	1.070.768	1.297.620	1.817.797
Activo fijo:				
Terrenos		3.839	3.839	3.787
Obras en proceso	3	573	171.254	8.189
Instalaciones y equipos	22.866	24.894	29.779	5.948
	22.869	29.306	204.872	17.924
Menos: depreciación acumulada	4.807	5.928	6.962	3.260
	18.062	23.378	197.910	14.664
Otros activos:	4.229	7.458	11.011	17.549
Total del activo	847.313	1.182.385	1.614.027	2.015.473
Pasivo y capital				
Pasivo corriente:				
Cuentas por pagar	5.820	12.802	22.887	19.920
Aportes y auxilios por pagar	14.317	7.213	7.225	10.094
Vencimientos corrientes de deuda a largo plazo	14.273	35.769	42.863	90.265
Otros pasivos corrientes	25	50	1.375	1.354
	34.435	55.834	74.350	121.633
Pasivo a largo plazo:				
Moneda colombiana	8.634	17.627	97.855	143.575
Moneda extranjera	116.044	256.958	318.754	385.968
	124.678	274.585	416.609	529.543
Otros pasivos:				
Provisión para prestaciones sociales	188	129	317	214
Depósitos y anticipos	15.253	8.511	11.270	13.309
	15.441	8.640	11.587	13.523
Capital:				
Aportes del Gobierno Nacional	700.932	827.764	1.096.776	1.344.678
Otros aportes y donaciones	2.325	2.325	2.325	3.325
Reservas	4.727	12.690	16.716	16.810
Utilidad (pérdidas)	(35.225) ¹	547	(4.336)	(14.039)
	672.759	843.326	1.111.481	1.350.774
Total del pasivo	847.313	1.182.385	1.614.027	2.015.473

Fuente: *Informes y Balances del Instituto Colombiano de Energía Eléctrica*, 1966 a 1969.

¹ Acumulado hasta diciembre 31 de 1966

3. *El Instituto de Fomento Industrial.*

El Instituto de Fomento Industrial probablemente es el organismo descentralizado que cumple una función más importante y fundamental en la canalización del ahorro nacional.

La función básica del IFI, de conformidad con los textos legales vigentes es la de promover la fundación de empresas que se dediquen a la explotación de industrias básicas y de primera transformación de materias primas nacionales, que con la iniciativa y el capital particulares no hayan podido por sí solas desarrollarse satisfactoriamente. Para el cumplimiento de su función, el IFI está autorizado para efectuar todas las operaciones de las corporaciones financieras y goza de todas las facultades que la ley y demás disposiciones establecen para esas entidades. Además, las obligaciones del Instituto de Fomento Industrial para con terceros pueden ser garantizadas por el gobierno nacional.

En desarrollo de sus funciones, el Instituto de Fomento Industrial ha promovido empresas tales como, Icollantas, Acerías Paz del Río, Cementos Boyacá, etc. Dentro de la política del Instituto de promover empresas a través del otorgamiento de créditos e inversiones directas de capital y de traspasar luego a los particulares, mediante la venta de sus intereses, las industrias ya desarrolladas, el Instituto ha vendido, últimamente, su participación en compañías tales como la Fábrica de Explosivos Ricaurte, Cementos Boyacá, Aceites del Tolima y otras, registrando en las operaciones de venta utilidades por casi catorce millones de pesos.⁶

El IFI está creado como una sociedad de economía mixta; sin embargo, por la composición de su capital puede considerársele como un establecimiento descentralizado dependiente del gobierno nacional por cuanto, excepción hecha de algunas acciones que en él mantiene el Banco Central Hipotecario, la inmensa mayoría de su capital ha sido suscrito y pagado por el gobierno nacional.

Puede afirmarse sin riesgo de incurrir en equivocación, que en 1967 el IFI inició una nueva etapa de vida como sociedad. Esta etapa es ciertamente de gran importancia. De diciembre 31 de 1966 a la misma fecha en 1969, sus activos se incrementaron en más de dos mil millones de pesos. Su capital tuvo un aumento aproximadamente de doscientos quince millones de pesos y su pasivo, a largo plazo, durante el mismo lapso, se elevó en más de mil trecientos millones.

El total de recursos financieros (ver cuadro 7.19), fue en el período de 1967 a 1969, de dos mil veintiocho millones de pesos. Dichos recursos se originaron principalmente en los siguientes renglones:

A. Aumento de capital. Este renglón tuvo un valor de doscientos catorce millones y representa el 11% del total de los recursos.

B. Aumento de otros préstamos a largo plazo. Este recurso sumó novecientos cuarenta y un millones de pesos y representa el 46% de los recursos totales.

C. Bonos de valor constante. De acuerdo con disposiciones del gobierno nacional, parte del producto de los bonos de valor constante que resulte de las reservas que amparan el seguro de vejez, invalidez y muerte del Instituto Colombiano de Seguros Sociales, debe aplicarse a través del IFI.

En desarrollo de esta disposición el Instituto recibió entre 1967 y 1969 más de trescientos cuarenta millones de pesos.

Dentro del aumento de los pasivos del IFI están incluídos los fondos provenientes de contrapartidas de préstamos en dólares otorgados por AID al gobierno nacional. El IFI ha actuado como fideicomisario del gobierno para el manejo de estos fondos. De acuerdo al

⁶ Instituto de Fomento Industrial, *Informe de Gerencia 1969*, página 19.

CUADRO 7.19 – INSTITUTO DE FOMENTO INDUSTRIAL
FUENTES Y USOS DE RECURSOS AÑOS 1967 - 69
(Miles de pesos)

	1967	1968	1969	Total	
				Valor	
Recursos					
Utilidades	6.360	33.179	70.983	110.522	5
Depreciación	1.016	352	(627)	741	
	7.376	33.531	70.356	111.263	5
Aumento de bonos de valor constante	74.592	123.691	144.164	342.447	17
Aumento de bonos IFI	6.864	10.083	9.018	25.965	2
Aumento de otros empréstitos a largo plazo	36.885	688.342	216.252	941.479	46
Aumento de capital	28.751	71.158	114.163	214.072	11
Traspaso de utilidades a capital			(9.250)	(9.250)	
Aumento de reservas	18.068	480	(12.914)	5.634	
Aumento de pasivos corrientes	15.575	127.822	207.368	350.765	17
Aumento de otros pasivos a largo plazo	6.071	8.319	31.252	45.642	2
Total recursos	194.182	1.063.426	770.409	2.028.017	100
Usos					
Documentos por cobrar y deudores	111.418	750.863	767.375	1.629.656	81
Inversiones industriales	37.651	119.916	34.341	191.908	9
Activo fijo (aumento neto)	659	6.421	15.403	22.483	1
Inversiones transitorias	9.988	20.794	(3.721)	27.061	1
Otros activos corrientes		125.799	(63.726)	62.073	3
Otros activos	4.117	2.649	30.452	37.218	2
Total usos	163.833	1.026.442	780.124	1.970.399	97
Superávit (déficit) de efectivo para el período	30.349	36.984	(9.715)	57.618	3
Superávit (déficit) de efectivo acumulado	34.280	71.264	61.549	2.028.017	100
Saldo en diciembre 31 de 1966. \$3.931					

Fuente: *Balances del Instituto de Fomento Industrial, 1966 a 1969.*

informe de gerencia del IFI correspondiente a 1969, los préstamos autorizados, a diciembre 31 de 1969, con fondos de contrapartida ascendían a seiscientos ochenta y seis millones de pesos.

El Instituto hizo uso de los fondos arbitrados de 1967 a 1969 así:

A. Aumento en la cuenta de “documentos por cobrar y deudores” en la cantidad de mil seiscientos treinta millones de pesos.

B. Inversiones industriales por ciento noventa y dos millones de pesos.

Estos dos renglones comprenden inversiones y préstamos en empresas tales como: Colombiana de Minería Ltda., Consorcio de Fabricantes de Material Ferroviario, S.A., El Cerrejón Carboneras Ltda., Forjas de Colombia, Monómeros Colombo– Venezolanos, S.A., Petroquímica Colombiana S.A. y muchas otras.

Debe registrarse que las operaciones fundamentales del Instituto de Fomento Industrial han estado orientadas hacia la complementación de los esfuerzos del sector privado. Con sus créditos y aportes de capital, el Instituto ayuda a cubrir la deficiencia del ahorro privado para la inversión.

Este no es lugar para discutir el tipo de inversiones hechas por el Instituto de Fomento Industrial, ni para juzgar si tales inversiones son las que más se ajustan a las necesidades de

país. Es suficiente con registrar el hecho de que se trata del mayor esfuerzo financiero hecho por el país para la ejecución de proyectos industriales.

Conviene anotar que los recursos financieros del IFI no han sido utilizados en su totalidad. En el Informe de Gerencia de 1969, puede verse que varios préstamos internacionales no han sido utilizados en la forma esperada. Tal es el caso de un crédito del Banco Interamericano de desarrollo y otro del Banco de París y Países Bajos.

Se desea hacer hincapié en que la colocación de bonos del IFI representó, en el período de 1967 a 1969, sólo el 2 % del total de los recursos de la entidad en el lapso mencionado. Esto es prueba clara de las dificultades para la colocación de documentos de deuda pública en el mercado de capitales.

CUADRO 7.20 – INSTITUTO DE FOMENTO INDUSTRIAL
BALANCES A DICIEMBRE 31
(Miles de pesos)

	1966	1967	1968	1969
Activo				
Activo corriente:				
Caja y Bancos	3.931	34.280	71.264	61.549
Banco de la República – Proyectos especiales			125.799	62.073
Deudores	2.134	12.903	33.576	124.709
Documentos por cobrar	25.882	44.055	280.433	290.040
Inversiones transitorias	14.046	24.034	44.828	41.107
	45.993	115.272	555.900	579.478
Otros activos:				
Documentos por cobrar	26.595	109.071	602.883	1.269.518
Inversiones industriales	50.811	88.462	208.378	242.719
Bonos oficiales		6	2.586	6.585
Estudios y proyectos	89	1.038	710	2.702
	77.495	198.577	814.557	1.521.524
Activo fijo:				
Depreciable				
Instalaciones IFI	797	1.455	2.586	21.174
Otras instalaciones	2.413	5.440	6.032	2.725
	3.210	6.895	8.618	23.899
Menos: depreciación acumulada	501	1.517	1.869	1.242
	2.709	5.378	6.749	22.657
No depreciable				
Terrenos industriales	3.469	443	5.141	5.263
	6.178	5.821	11.890	27.920
Activos diferidos y otros:				
Inventarios		949	1.549	1.565
Intereses recibidos por anticipado		1.771	1.626	2.792
Otros	75	517	459	23.737
	75	3.237	3.634	28.095
Total del activo	129.741	322.907	1.385.981	2.157.017

Continúa

CUADRO 7.20 – Continuación

	1966	1967	1968	1969
Pasivo				
Pasivo corriente:				
Fondos fideicomiso-bonos ,	11.994	23.791	89.676	57.101
Depósitos (comercio exterior)		13.016	15.937	139.413
Acreedores varios	4.993	3.311	6.274	24.789
Obligaciones por pagar	17.653	9.385	64.359	146.967
Bonos IFI	1.166	949	839	4.028
Pasivos estimados y provisiones	223	935	2.014	17.358
	<u>36.029</u>	<u>51.387</u>	<u>179.099</u>	<u>389.656</u>
Pasivo a largo plazo:				
Obligaciones por pagar	3.104	5.540	683.679	660.562
Obligaciones Banco de la República	23.712			226.083
Bonos valor constante		74.592	198.283	342.447
Otras líneas de crédito		58.161	68.364	81.650
Bonos IFI	7.476	14.557	24.750	30.579
	<u>34.292</u>	<u>152.850</u>	<u>975.076</u>	<u>1.341.321</u>
Diferido:				
Intereses y comisiones				
Recibido	640	4.609	9.977	14.622
Por recibir		2.102	4.779	6.506
Otros ingresos en moneda extranjera			274	25.154
	<u>640</u>	<u>6.711</u>	<u>15.030</u>	<u>46.282</u>
Capital y reservas:				
Capital autorizado	200.000	200.000	200.000	5.000.000
Menos: por suscribir	149.655	120.904	49.746	4.735.583
Suscrito y pagado	50.345	79.096	150.254	264.417
Superávit y reservas				
Reservas para protección de activos		20.483	20.378	31.357
Reserva legal		3.751	3.751	13.001
Otras reservas		2.269	9.214	
Utilidades por distribuir años anteriores	6.936			
Utilidades del ejercicio	1.499	6.360	33.179	70.983
	<u>58.780</u>	<u>111.959</u>	<u>216.776</u>	<u>379.758</u>
Total del pasivo	129.741	322.907	1.385.981	2.157.019

Fuente: *Balances del Instituto de Fomento Industrial* 1966 a 1969.

IV. La financiación de los servicios públicos y el instrumento de las tarifas.

En 1962 el gobierno nacional compró las instalaciones de la Compañía Colombiana de Electricidad. Así pasaron a manos del Estado prácticamente todos los servicios públicos básicos, energía, teléfonos, acueducto y alcantarillado. Estos servicios son prestados, en su inmensa mayoría, a través de empresas municipales tales como la Empresa de Energía Eléctrica de Bogotá y la Empresa de Servicios Públicos de Medellín, sobre las cuales se hace

en este capítulo referencia especial. También participan en la prestación de estos servicios, empresas nacionales y departamentales: el Instituto Colombiano de Energía Eléctrica, El Instituto de Fomento Municipal, las compañías o sociedades departamentales como las Electrificadoras del Atlántico, Boyacá, etc.

1. *Financiación de los servicios públicos en Colombia.*

Se ha efectuado básicamente a través de los siguientes recursos:

A. Recursos internos.

Este renglón puede ser dividido en recursos de operación y recursos del crédito interno. Dentro de los primeros deben ser mencionados los siguientes:

- a) Tarifas.
- b) Cuotas y derechos (por construcción de redes, instalaciones domiciliarias, etc.).
- c) Contribuciones por valorización (especialmente de alcantarillado).
- d) Donaciones de redes (urbanizaciones nuevas).
- e) Impuesto.

Dentro de los recursos del crédito cabe mencionar los préstamos a largo plazo y las obligaciones contraídas localmente para capital de trabajo. Fuera de los créditos bancarios corrientes, ciertas entidades de servicio público han recibido financiación del Instituto de Fomento Industrial; este es el caso de la Empresa de Acueducto y Alcantarillado de Bogotá.

Algunas entidades de servicio público tienen a su cargo deudas por la emisión de documentos o bonos. Debido a la estrechez del mercado de capitales, la gran mayoría de los bonos y títulos emitidos, han sido colocados con el Banco de la República, el Fondo de Estabilización o a través del sistema de inversiones forzosas a que están obligadas las entidades financieras del país.

El impuesto nacional al consumo de licores ha sido una fuente interna considerable para la financiación de la construcción de acueductos y alcantarillados y en cierta forma para la generación de energía eléctrica.

B. Recursos externos.

Corresponden, como su nombre lo indica, a las financiaciones que las empresas de servicio público reciben del exterior. Los principales préstamos vienen de AID, el BIRF, y el BID. Al hacer un análisis de las fuentes de fondos de la Empresa de Energía Eléctrica de Bogotá y de las Empresas Públicas de Medellín, se observará que la mayor parte de los recursos de estas entidades proviene de préstamos de entidades extranjeras y en especial del BIRF.

2. *Las tarifas.*

A. La noción de las tarifas.

Con referencia a las tarifas para servicios públicos y en especial para las de las empresas de energía dice Russell E. Caywood, experto de reconocida fama:

Las tarifas de energía eléctrica deben estar basadas en una filosofía que comprenda tanto los menores precios posibles consistentes con los requerimientos de los usuarios, la calidad eficiente de los servicios prestados, salarios justos y utilidades razonables para la empresa.⁷

⁷ Caywood, Russell E., *Electric Utility Rate Economics*. McGraw-Hill Book Co. Inc. New York. 1956, pág. 38.

La definición anterior es aplicable no sólo a las tarifas de energía eléctrica sino a cualquier tarifa de servicio público. Desgraciadamente en Colombia no se ha establecido aún una política uniforme de tarifas. Se han adelantado varios estudios sobre el particular y ahora la responsabilidad sobre este punto la tiene la Junta Nacional de Tarifas, dependiente del Departamento Nacional de Planeación.

Hace pocos años y en virtud de las necesidades de ensanche que se presentaron en algunas ciudades del país (especialmente Bogotá, Medellín y Cali), se dio comienzo a una política de tarifas conforme a la realidad económica de las empresas. Esto fue, en parte, gracias a las exigencias de los organismos internacionales de crédito que tomaron a su cargo la financiación, en moneda extranjera, de los ensanches y ampliaciones referidos.

Podemos citar como ejemplos las Empresas de Energía Eléctrica y de Acueducto y Alcantarillado de Bogotá:

El precio promedio de ventas de kilovatio de la Empresa de Energía Eléctrica de Bogotá fue en 1969 de dieciocho centavos, mientras en 1964 había sido de diez. Gracias al aumento mencionado, la empresa ha podido contribuir con fondos propios a unas ampliaciones que van de una capacidad instalada en 1964 de 295.000 Kw a 438.500 Kw en 1969. La tarifa promedio del acueducto de Bogotá, por metro cúbico de agua, era de veintinueve centavos en 1961 y para 1969 había subido a un peso con quince centavos.

B. Requerimientos de fondos propios para la utilización adecuada del crédito externo.

La necesidad de fondos propios para poder utilizar el crédito externo se ha convertido en un axioma, y en cierto sentido en un círculo vicioso. Los organismos internacionales de crédito exigen a los presuntos beneficiarios de sus préstamos sufragar con sus propios fondos, así sea parcialmente, los gastos que en moneda local demandan los ensanches de las instalaciones. Para poder atender dichos gastos, las entidades prestatarias requieren de un volumen de fondos importante que debe generarse en la explotación de los servicios y solo una pequeña parte en créditos internos. Es obvio que para lograr tal cosa, deben existir tarifas *rentables*. Por otra parte es conveniente tener en cuenta que para el otorgamiento de empréstitos, las entidades internacionales de crédito, exigen unas tasas de rentabilidad que deben basarse en los siguientes principios:

- a) El 5% del valor de los activos en explotación durante el período de la construcción de obras para la ampliación de servicios.
- b) El 9% anual sobre el valor de los activos durante la época de la explotación de los servicios una vez terminadas las obras de ensanche.
- c) Por valor de activos se entiende el costo de reposición de éstos menos su depreciación acumulada. Por lo tanto los rendimientos del 5% y el 9% anual a que se hizo referencia atrás, deben lograrse previa la revalorización de activos.

Conviene anotar que el sistema tributario colombiano y las disposiciones que sobre el particular ha dictado la Superintendencia de Sociedades Anónimas, impiden a las empresas nacionales la revalorización de sus activos y por consiguiente las reservas de depreciación son estimadas con base en el costo histórico y no en el costo de reposición de los activos.

Las empresas de servicio público que reciben financiación importante del exterior, han logrado generar fondos propios para la adecuada utilización de los créditos, mediante una política de tarifas que viene perfeccionándose, especialmente en Bogotá y Medellín, y la cual les ha permitido liquidar anualmente utilidades importantes. También, la revalorización de sus activos, con el correspondiente establecimiento de reservas para depreciación conforme al costo real de dichos activos ha hecho posible la generación de fondos apreciables.

CUADRO 7.21 – EMPRESAS PUBLICAS DE MEDELLIN. FUENTES Y USOS DE RECURSOS. AÑOS 1960-69
(Miles de pesos)

	1960-65	1966	1967	1968	1969	Total	
						Valor	%
Recursos							
Utilidades	275.476	91.149	87.623	122.279	170.549	747.076	29
Depreciación (aumento neto)	83.633	37.399	49.977	51.580	60.272	282.861	11
	359.109	128.548	137.600	173.859	230.821	1.029.937	40
Aumento deuda largo plazo-moneda colombiana	34.874	18.400	(8.373)	21.995	47.642	114.538	4
Moneda extranjera	313.509	92.811	361.399	198.056	142.255	1.108.030	44
Aumento de capital y reservas ¹	46.986	10.504	13.668	7.811	14.383	93.352	4
Aumento de pasivos corrientes	53.191	31.342	20.301	14.578	33.922	153.334	6
Aumento de otros pasivos a largo plazo	11.680	(822)	8.088	10.955	27.851	57.752	2
Total recursos	819.349	280.783	532.683	427.254	496.874	2.556.943	100
Usos							
Activo fijo (aumento neto)	-755.629	258.328	501.744	379.854	439.251	2.334.806	91
Deudores por servicios	7.565	4.033	3.721	7.191	971	23.481	1
Materiales	17.391	(1.821)	5.008	18.211	1.074	39.863	2
Otros activos corrientes	21.665	12.565	(1.568)	1.223	3.955	37.840	1
Otros activos	(883)	752	6.319	12.817	30.600	49.605	2
Aportes al municipio de Medellín	17.526	8.241	9.992	12.304	14.946	63.009	3
Total usos	818.893	282.098	525.216	431.600	490.797	2.548.604	100
Superávit (déficit) de efectivo para el período	456	(1.315)	7.467	(4.346)	6.077	8.339	
Superávit (déficit) de efectivo acumulado	7.047	5.732	13.199	8.853	14.930	2.556.943	100
Saldo en diciembre 31, 1960	\$6.591						

¹ Excluye rendimientos capitalizados

En este capítulo se ha querido presentar un breve resumen sobre algunos aspectos de los recursos financieros de las dos más importantes empresas de servicio público en Colombia: Las Empresas Públicas de Medellín y la Empresa de Energía Eléctrica de Bogotá.

Se han escogido estas dos empresas no solo por la importancia que tienen en virtud del valor de sus activos y de los servicios que prestan, sino también por ser ellas casos ejemplares de la buena utilización del crédito externo.

3. Empresas Públicas de Medellín.

Es de conocimiento público el aumento que han tenido, los servicios prestados por esta empresa. Los siguientes datos bastan para mostrar la magnitud del aumento:

	1955	1969
Número de teléfonos	25.810 M ³	108.783 M ³
Suministro diario de acueducto	117.000 M ³	320.000 M ³
Volumen diario de aguas tratadas	72.000 M ³	320.000 M ³
Longitud de la red de alcantarillado	245 Km	1.050 Km
Potencia instalada de energía eléctrica	100.500 Kw	450.000 Kw

La forma como la empresa ha atendido el aumento de la demanda por servicios de energía, teléfonos, acueducto y alcantarillado es ejemplo no sólo de la eficacia de las entidades locales autónomas sino también de la máxima utilización de los recursos financieros internos y externos.

Al estudiar los cuadros 7.21, 7.22 y 7.23, se puede anotar lo siguiente:

CUADRO 7.22 – EMPRESAS PUBLICAS DE MEDELLIN. BALANCES A DICIEMBRE 31
(Miles de pesos)

	1960	1965	1966	1967	1968	1969
Activo						
Activo fijo:						
Terrenos y edificios	20.639	49.603	57.012	53.063	63.213	69.794
Plantas, redes, equipos	240.099	794.595	932.340	1.116.367	1.207.619	1.344.086
Construcciones en progreso	45.802	217.971	331.145	386.826	593.720	910.605
Otros activos fijos				265.985	337.543	316.861
	306.540	1.062.169	1.320.497	1.822.241	2.202.095	2.641.346
Menos: depreciación acumulada	42.805	126.438	163.837	213.814	265.394	325.666
	263.735	935.731	1.156.660	1.608.427	1.936.701	2.315.680
Activo corriente:						
Efectivo	6.591	7.047	5.732	13.199	8.853	14.930
Deudores por servicios	4.072	11.637	15.670	19.391	26.582	27.553
Otros deudores y avances	6.741	17.363	37.322	39.416	40.566	39.683
Materiales	22.571	39.962	38.141	43.149	61.360	62.434
Otros activos corrientes	405	11.448	4.054	392	465	5.303
	40.380	87.457	100.919	115.547	137.826	149.903
Otros activos:	2.729	1.846	2.598	8.917	21.734	52.334
Total del activo	306.844	1.025.034	1.260.177	1.732.891	2.096.261	2.517.917
Pasivo						
Patrimonio:						
Capital	135.026	404.706	481.130	575.350	661.269	785.714
Reservas	18.919	19.608	19.916	22.272	21.795	21.708
Utilidad	34.517	72.933	91.149	87.623	122.279	170.549
	188.462	497.247	592.195	685.245	805.343	977.971
Menos: aportes al municipio de Medellín	2.856	6.705	8.241	9.992	12.304	14.946
	185.606	490.542	583.954	675.253	793.039	963.025
Pasivo a largo plazo:						
Moneda colombiana	29.278	64.152	82.552	74.179	96.174	143.816
Moneda extranjera	82.083	395.592	488.403	849.802	1.047.858	1.190.113
Cesantías consolidadas	2.133	10.042	9.215	13.380	14.932	20.302
Proveedores de equipos					8.276	13.634
	113.494	469.786	580.170	937.361	1.167.240	1.367.865
Pasivo corriente:						
Vencimiento corriente obligaciones a largo plazo		31.457	41.443	46.236	59.475	73.633
Obligaciones bancarias	646	15.475	8.086	13.020	13.090	14.950
Proveedores	1.120	1.304	2.984	6.638	2.263	10.065
Otros pasivos corrientes	5.096	11.817	38.882	45.802	51.446	61.548
	6.862	60.053	91.395	111.696	126.274	160.196
Créditos diferidos:	882	4.653	4.658	8.581	9.708	26.831
Total del pasivo	306.844	1.025.034	1.260.177	1.732.891	2.096.261	2.517.917

Fuente: *Informes y Balances de las Empresas Públicas de Medellín*. 1960 - 1969.

CUADRO 7.23 – EMPRESAS PUBLICAS DE MEDELLIN
UTILIDADES. 1961-69
(Miles de pesos)

Año	Utilidades		Distribución	
	Período	Acumulados	Aumento capital	Aportes municipio Medellín
1961	39.906	39.906	36.738	3.168
1962	40.319	80.225	36.871	3.448
1963	53.348	133.573	48.352	4.996
1964	68.970	202.543	63.056	5.914
1965	72.933	275.476	66.228	6.705
1966	91.149	366.625	82.908	8.241
1967	87.623	454.248	77.631	9.992
1968	122.279	576.527	109.975	12.304
1969	170.549	747.076	155.603	14.946
	747.076		677.362	69.714

CUADRO 7.24 – EMPRESA DE ENERGIA ELECTRICA DE BOGOTA
UTILIDADES. 1967 - 69
(Miles de pesos)

Año	Utilidades		Distribución	
	Período	Acumulados	Fondo de ensanches	Aportes D.E.
1967	59.004	59.004	38.564	20.440 ¹
1968	63.177	122.181	63.177	
1969	94.185	216.366	94.185	
	216.366		195.926	20.440

¹ Esta partida fue incorporada en "inversiones de alumbrado público", en el año de 1968.

A. En el período 1960–1969, se presentó un aumento de dos mil trescientos treinta y cinco millones de pesos en el valor de los activos fijos; este aumento representa el 91% de la utilización de fondos durante el lapso estudiado.

B. Las utilidades acumuladas durante el período, fueron setecientos cincuenta y siete millones de pesos, o sea un 29% de las fuentes totales de fondos.

C. El aumento de los pasivos en moneda extranjera fue del 44% del total de recursos (millones de pesos).

D. El esfuerzo financiero para el logro de las ampliaciones fue hecho por la empresa, con sus recursos propios, en un gran porcentaje. Los créditos internos y externos suman menos del 50%.

4. Empresa de Energía Eléctrica de Bogotá.

Esta empresa tiene origen en las antiguas compañías de energía de Bogotá que se fusionaron bajo el nombre de Empresas Unidas de Energía Eléctrica. Hoy dicha empresa es propiedad de la ciudad de Bogotá.

CUADRO 7.25 – EMPRESA DE ENERGIA ELECTRICA DE BOGOTA
FUENTES Y USOS DE RECURSOS. AÑOS 1967-69
(Miles de pesos)

	1967	1968	1969	Total	
				Valor	%
Recursos					
Utilidades	59.004	63.177	94.185	216.366	19
Depreciación (aumento neto)	47.673	53.061	55.937	156.671	14
	106.677	116.238	150.122	373.037	33
Aumento deuda largo plazo-moneda colombiana		(4.247)	4.789	542	
Moneda extranjera	437.780	108.633	124.732	671.145	58
Aumento de reservas y provisiones	5.818	38.635	46.414	90.867	8
Aumento de pasivos corrientes	6.708	2.866	7.658	17.232	1
Disminución de otros activos	3.506	1.130	(349)	4.287	
Revaluación de bienes raíces	297	136	363	796	
Total recursos	560.786	263.391	333.729	1.157.906	100
Usos					
Activo fijo (aumento neto)	480.683	226.656	275.624	982.963	85
Deudores por servicios	6.514	8.183	14.848	29.545	2
Materiales	(396)	31.264	11.104	41.972	4
Otros activos corrientes	405	4.518	6.086	11.009	1
CAR	17.834	1.409	646	19.889	2
Inversiones	(557)	4.074	8.001	11.518	
Aportes al D.E.	20.440 ¹			20.440	2
Total usos	524.923	276.104	316.309	1.117.336	96
Superávit (déficit) de efectivo para el período	35.863	(12.713)	17.420	40.570	4
Superávit (déficit) de efectivo acumulado	41.376	28.663	46.083	1.157.906	100
Saldo en diciembre 31, 1966 \$5.513					

¹ Esta partida fue incorporada en "inversiones de alumbrado público", en el año 1968

Al igual que las Empresas Públicas de Medellín, esta compañía ha logrado aumentar sus servicios en forma muy apreciable.

En el curso de poco más de diez años, la empresa ha efectuado las obras siguientes entre otras:

- A. Embalse del Tominé o Guatavita.
- B. Planta Térmica "Martín del Corral" en Zipaquirá.
- C. Planta Hidroeléctrica "Darío Valencia Samper" en el Colegio.

Las obras anteriores y las correspondientes a trabajos complementarios en líneas de transmisión y distribución se efectuaron gracias a los esfuerzos de la empresa y a la ayuda externa.

La Empresa de Energía aumentó su capacidad instalada de 154.000 Kw en 1961 a 438.500 Kw en 1969. Durante el mismo lapso, sus activos fijos netos se incrementaron de ciento treinta y cinco millones a casi mil quinientos millones de pesos.

Del análisis de los cuadros 7.24, 7.25 y 7.26, se desprende lo siguiente:

A. Las utilidades acumuladas fueron de doscientos dieciseis millones de pesos que representan el 19% de los recursos.

CUADRO 7.26 – EMPRESA DE ENERGIA ELECTRICA DE BOGOTA
BALANCES A DICIEMBRE 31. AÑOS 1966 - 69
(Miles de pesos)

	1966	1967	1968	1969
Activo				
Activo fijo:				
Plantas	597.815	1.466.680	1.605.672	1.735.431
Menos: depreciación acumulada	111.353	159.026	212.087	268.024
	486.462	1.307.654	1.393.585	1.467.407
No depreciable				
Terrenos	52.204	57.342	57.693	59.387
Obras en construcción	507.037	113.717	201.030	345.201
Revaluación de bienes raíces	2.420	2.420	2.420	2.420
	1.048.123	1.481.133	1.654.728	1.874.415
Activo corriente:				
Efectivo	5.513	41.376	28.663	46.083
Deudores				
Consumidores	16.032	22.546	30.729	45.577
Otros	2.462	2.496	6.592	12.822
Materiales y repuestos	37.379	36.983	68.247	79.351
Gastos pagados anticipadamente	611	982	1.404	1.260
	61.997	104.383	135.635	185.093
Otros activos:				
Inversiones	1.699	1.142	5.216	13.217
CAR	10.243	28.077	29.486	30.132
Préstamos empleados	2.989	4.938	3.808	4.157
Intangible, valor reconocido	3.263	3.263	3.263	3.263
Distrito Especial de Bogotá	5.455			
	23.649	37.420	41.773	50.769
Total del activo	1.133.769	1.622.936	1.832.136	2.110.277
Pasivo				
Pasivos a largo plazo:				
Moneda colombiana		59.286	55.039	59.828
Moneda extranjera		1.004.870	1.113.503	1.238.235
	626.376	1.064.156	1.168.542	1.298.063
Menos: vencimientos corrientes	45.849	61.491	34.364	41.586
	580.527	1.002.665	1.134.178	1.256.477
Patrimonio:				
Capital	100.000	100.000	100.000	100.000
Fondo ensanches	315.856	354.420	417.597	511.782
Superávit revaluación bienes raíces	3.294	3.591	3.727	4.090
Inversiones alumbrado público			29.538	52.873
	419.150	458.011	550.862	668.745
Reservas: (Prest. y especiales)	47.933	53.751	62.848	85.927
Pasivo circulante:				
Pasivo acumulado	18.643	16.910	20.451	11.353
Cuentas por pagar	21.667	30.108	29.433	46.189
Vencimientos corrientes de préstamos a largo plazo	45.849	61.491	34.364	41.586
	86.159	108.509	84.248	99.128
Total del pasivo	1.133.769	1.622.936	1.832.136	2.110.277

Fuente: *Informes y Balances Empresa de Energía Eléctrica de Bogotá*. 1966 - 1969.

B. La depreciación acumulada fue de ciento cincuenta y seis millones de pesos o sea un 14% de los recursos.

C. Utilidades más depreciación o sea los recursos generados por la explotación, suman trescientos setenta y tres millones de pesos o se al 33% del total.

D. Básicamente los recursos se han invertido en el ensanche de las instalaciones. En el período estudiado los aumentos en el activo fijo neto suman novecientos ochenta y tres millones de pesos. Esto representa el 85% de la aplicación o uso de recursos.

E. La empresa es rentable. En el período estudiado dió utilidades por valor de doscientos dieciséis millones de pesos. Además y como aporte a la ciudad, ha asumido los costos del alumbrado público.

F. Durante el período estudiado, la empresa utilizó seiscientos setenta millones de pesos provenientes de préstamos externos.

V. La financiación de la vivienda.

El proceso de desarrollo económico y la industrialización del país han traído consigo el crecimiento de las zonas urbanas y serios problemas de vivienda. La alta tasa de crecimiento de la población, es también causa importante de los problemas de vivienda urbana. Estos problemas deben ser resueltos a corto plazo.

De acuerdo con estudios hechos por el Instituto de Crédito Territorial, en 1970 el déficit cuantitativo ascendía a seiscientos dieciocho mil doscientas viviendas, o sea que para el año pasado había más de tres millones seiscientos mil habitantes urbanos sin vivienda familiar. De acuerdo con los mismos cálculos del ICT, cerca de trescientas mil familias viven en unidades que no reúnen los requisitos mínimos de habitabilidad. Del déficit de seiscientos dieciocho mil viviendas urbanas en 1970, cuatrocientas veintiún mil corresponden a las siguientes seis ciudades: Bogotá, Cali, Medellín, Barranquilla, Bucaramanga y Cartagena.⁸

Para dentro de diez años o sea para 1981, y de acuerdo con proyecciones hechas por el ICT la población urbana colombiana será superior a los diecinueve millones de habitantes y éste es indudablemente el mayor reto que se le presenta a Colombia. Será necesario no solo solucionar el problema actual de vivienda sino evitar simultáneamente la creación de un problema mayor y más grave en los próximos años.

Los únicos organismos con posibilidades de éxito con que cuenta el estado para solucionar el déficit actual, y el previsto, de vivienda urbana son el Instituto de Crédito Territorial y el Banco Central Hipotecario y en muy pequeña parte las Cajas de vivienda militar. (También contribuyen a la solución del problema firmas de construcción privadas pero estas reciben financiación del Banco y del Instituto para las construcciones).

Para la solución del déficit habitacional urbano debe aplicarse una serie de políticas que no solo busquen y logren la solución del problema en sí, sino que conlleven soluciones a la situación de desempleo urbano que existe en Colombia, cada día en forma más alarmante.

Desgraciadamente, las actividades del ICT y del Banco Central Hipotecario, principales organismos encargados de la solución del problema de vivienda, no han tenido los resultados necesarios para lograr una solución rápida y eficaz del problema. Aunque el problema

⁸ El Departamento Nacional de Planeación considera que los cálculos anteriores hechos por el ICT no tienen la exactitud deseable, pero son útiles por cuanto dan una idea sobre la magnitud del problema. Además, en ausencia de otras informaciones, no existe alternativa diferente a la de aceptar tales datos.

financiero de esos establecimientos se encuentra parcialmente resuelto, subsiste el problema operacional que es hoy el mayor tropiezo con que se encuentra el cumplimiento de los proyectos oficiales. En la parte correspondiente al Banco Central Hipotecario, podrá verse claramente como ese Banco viene registrando, años tras año, superávit de efectivo muy altos. Con referencia al ICT existe una inmensa complejidad en su manejo, por cuanto se ha querido que el Instituto cumpla con funciones diversas, tales como bancarías, de construcción, etc., sin tener la organización necesaria para tales fines.

En este capítulo se desea hacer una presentación breve sobre el Banco Central Hipotecario y el Instituto de Crédito Territorial. Se busca analizar el origen de sus recursos financieros y la utilización de los mismos y la captación de ahorro por medio de la colocación de cédulas hipotecarias.

1. *El Banco Central Hipotecario, su origen, su labor y sus funciones.*

A raíz de la crisis de los años treinta fueron suprimidas las secciones hipotecarias de los bancos comerciales y, por iniciativa del gobierno, se fundó, en 1932, el Banco Central Hipotecario con el propósito de otorgar préstamos sobre hipotecas. El capital original del Banco fue fijado en veinte millones de pesos y lo suscribieron el Banco de la República y algunos bancos comerciales. El capital autorizado es hoy de cien millones de pesos.

Desde su fundación hasta 1961, el banco concentró sus operaciones en el financiamiento de vivienda para la clase media con hipoteca hasta de veinte años. También hizo el banco construcciones para ser vendidas directamente, con hipoteca, a los adjudicatarios.

Desde 1961 el Banco ha seguido una política de vivienda basada en los siguientes principios, anotados por Antonin Basch:

a) El establecimiento de tipos de interés diferenciales en proporción directa al valor de la propiedad ofrecida como garantía, y la cantidad de préstamo en proporción inversa al valor de la garantía ofrecida.

b) Un trato especial al crédito popular, que consiste en préstamos para familias de bajos ingresos. Estos préstamos se otorgan hasta por 50.000 pesos, al 10% (incluyendo comisiones) y hasta por 15 años. Los préstamos mayores de 50.000 pesos (préstamos ordinarios) son concedidos al 12% de interés y hasta por un plazo de 10 años.

c) Se da prioridad a: préstamos a constructores individuales para proyectos de viviendas de bajo costo; préstamos para la construcción de casas de habitación de bajo costo; préstamos para la construcción de edificios multifamiliares, para venderse como apartamentos cooperativos.⁹

Hasta 1967 el Banco Central Hipotecario tuvo un crecimiento paulatino y normal. El valor de cédulas hipotecarias vigentes fue aumentando, año tras año, de acuerdo con el crecimiento del país, el valor de las construcciones y el índice de costo de vida. El crecimiento de su cartera también tuvo aumentos proporcionales al crecimiento de la actividad económica. En el cuadro 7.29 puede observarse la cartera del Banco Central Hipotecario, dividida en cartera hipotecaria y otros préstamos.

En el año 1967, la emisión de cédulas hipotecarias del 9½% anual, cuyo rendimiento real equivale a más del 11%, hizo aumentar en forma extraordinaria las fuentes de financiación del banco tal como puede observarse en el cuadro 7.27. Por otra parte los bonos de valor constante, autorizados por medio del Decreto 687 de 1967, ayudaron al crecimiento de los recursos del banco.

En el cuadro referente a las fuentes y usos de fondos del Banco, puede verse cómo de un total de recursos de cuatrocientos millones de pesos, en 1967, se pasó en 1968, a mil trescientos millones y en 1969 a mil setecientos millones. Por otra parte, en el mismo

⁹ Basch, Antonin, *El Mercado de Capitales en Colombia*, CEMLA, 1968.

CUADRO 7.27 – BANCO CENTRAL HIPOTECARIO. FUENTES Y USOS DE RECURSOS. AÑOS 1965-69
(Miles de pesos)

	1965	1966	1967	1968	1969	Total	
						Valor	%
Recursos							
Utilidades anuales	5.366	7.532	9.133	16.234	16.842	55.107	2
Depreciación (aumento neto)	1.182	1.517	3.314	3.712	4.251	13.976	
Cédulas de capitalización	29.660	53.825	25.963	79.211	38.542	227.201	6
Cédulas hipotecarias	72.837	108.686	203.089	1.049.771	1.387.915	2.822.298	72
Bonos industriales	6.734	30.351	13.083	(19.471)	(13.150)	17.547	
Bonos de valor constante (En administración)			74.592	120.670	144.072	339.334	9
Descuentos en bonos y cédulas sin amortizar (neto)	43	9.535	1.155	(79.380)	(23.110)	(91.757)	(2)
Aumento de capital	21.863	30.102	103	371	69	52.508	1
Aumento de reservas y provisiones	15.479	17.903	1.547	4.952	5.493	45.374	1
Aumento de exigibilidades	842	6.928	56.964	74.170	98.659	237.563	6
Aumento de otros pasivos	13.065	19.697	14.624	56.931	95.357	199.674	5
Total recursos	167.071	286.076	403.567	1.307.171	1.754.940	3.918.825	100
Usos							
Préstamos y descuentos	159.798	190.941	277.944	801.278	1.228.199	2.658.160	68
Activo fijo (aumento neto)	11.870	14.126	5.383	6.219	11.052	48.650	1
Aumento de otros activos	689	3.073	2.337	9.180	11.877	27.156	1
Inversiones	(16.496)	55.273	3.266	117.021	206.968	366.032	9
Dividendos	2.016	4.662	6.395	8.691	11.007	32.771	1
Otras apropiaciones	3.356	1.084	1.004	2.982	3.760	12.186	
Total usos	161.233	269.159	296.329	945.371	1.472.863	3.144.955	80
Superávit de efectivo para el ejercicio	5.838	16.917	107.238	361.800	282.077	773.870	20
Superávit de efectivo acumulado	150.153	167.070	274.308	636.108	918.185	3.918.825	100
Saldo de efectivo en diciembre 31, 1964. \$144.315							

Fuente: *Informes y Balances Banco Central Hipotecario*. 1965 a 1969.

cuadro, puede verse un aumento en los préstamos y descuentos de 1967 a 1968, de ochocientos millones de pesos y del 68 al 69 de mil doscientos veintiocho millones de pesos.

A diciembre 31 de 1969, el Banco Central Hipotecario había otorgado 105.631 préstamos de amortización gradual por un valor superior a los cinco mil cien millones de pesos, el 40.8% de la suma anterior estaba, en la fecha mencionada, cancelado por los beneficiarios. Dentro del total se encuentra incluida la cartera cedida por el Banco Hipotecario Popular.

2. Las operaciones del Banco Central Hipotecario (1965 - 1969).

Ciertamente las operaciones del Banco Central Hipotecario han tenido en los últimos años un volumen muy apreciable, superior al de cualquier otra época de su historia.

Las informaciones que aparecen en los cuadros 7.27 y 7.28 muestran lo siguiente:

A. La cartera del banco registra un aumento considerable, dos mil seiscientos cincuenta y ocho millones de pesos, de 1965 a 1969;

CUADRO 7.28 — BANCO CENTRAL HIPOTECARIO. BALANCES A DICIEMBRE 31. AÑOS 1965 - 69
(Miles de pesos)

	1965	1966	1967	1968	1969
Activo					
Activo disponible. Préstamos e inversiones:					
Caja y depósitos Banco de la República	27.822	43.552	71.722	177.691	424.748
Depósitos en otros bancos del país	122.331	123.518	202.586	458.417	493.437
Préstamos y descuentos	1.484.407	1.675.348	1.953.292	2.754.570	3.982.764
Inversiones en diversos valores					
Mobiliarios	19.663	22.061	40.212	105.729	115.538
Inv. especiales	87.081	139.956	125.071	176.575	373.734
Deudores varios	10.176	12.865	16.467	22.751	35.673
Bienes rec. en pago-finca raíz	62	62	421	260	530
	1.751.542	2.017.362	2.409.771	3.695.993	5.426.429
Activo fijo:					
Terrenos	9.544	9.556	9.568	9.445	9.905
Edificios (construc)	36.716	46.850	48.642	49.806	50.427
Otros activos deprec.	8.079	12.059	15.638	20.816	30.787
	54.339	68.465	73.848	80.067	91.119
Menos: dep. acumulada	5.321	6.838	10.152	13.864	18.115
	49.018	61.627	63.696	66.203	73.004
Activos varios:					
Suc. y agencias (balance)	1.288	1.057		3.524	
Descuentos en bonos y cédulas colocados	16.877	7.342	6.187	85.567	108.677
Otras cuentas diferidas	1.993	2.608	2.041	1.574	3.783
Valorizaciones	621	4.334	6.860	9.775	18.409
	20.779	15.341	15.088	100.420	130.869
Total del activo	1.821.339	2.094.330	2.488.555	3.862.616	5.630.602
Pasivo					
Pasivo exigible:					
Exigibilidades	52.296	59.224	116.188	190.358	289.017
Acreedores varios-sección fiduciaria	45.040	58.476	67.621	90.031	135.360
Cédulas de capitalización	308.181	362.006	387.969	467.180	505.722
Bonos ind. emitidos	49.266	79.617	92.700	73.229	60.079
Cédulas hipotecarias emitidas	1.248.291	1.356.977	1.560.066	2.609.837	3.997.752
Recursos en administración			74.592	195.262	339.334
	1.703.074	1.916.300	2.299.136	3.625.897	5.327.264
Pasivos varios:					
Suc. y agencias (bal.)			841		4.588
Cesantías y primas de vacaciones		4.514	5.234	5.257	8.477
Diferido	11.895	13.642	17.560	52.899	95.119
Pasivos estimados y prov.	7.651	5.345	4.771	4.720	4.513
	19.546	23.501	28.406	62.876	112.697
Capital y superávit:					
Capital pagado	61.276	91.378	91.481	91.852	91.921
Reserva legal	28.970	47.340	48.224	49.777	51.465
Reservas eventuales	5.016	7.494	9.553	14.301	19.954
Superávit por valorización	621	4.334	6.860	9.755	12.409
Pérdidas y ganancias	2.836	3.983	4.895	8.158	8.592
	98.719	154.529	161.013	173.843	190.341
Total del pasivo y superávit	1.821.339	2.094.330	2.488.555	3.862.616	5.630.302

Fuente: *Informes y Balances Banco Central Hipotecario*. 1965 - 1969.

CUADRO 7.29 – BANCO CENTRAL HIPOTECARIO
ANALISIS DE LA CUENTA DE PRESTAMOS Y DESCUENTOS. 1965 - 69
(Millones de pesos)

	1965		1966		1967		1968		1969	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
De amortización gradual (hipotecarios)	1.227	83	1.398	84	1.536	79	1.753	64	2.540	64
En hipoteca abierta para convertir en amortización gradual	98	7	71	4	58	3	160	6	507	13
Industriales	79	5	101	6	105	5	75	3	57	1
Prendarios sobre cédulas de capitalización	80	5	89	5	95	5	104	4	108	3
Préstamos Decreto 687 de 1967					152	8	610	22	608	15
Préstamos concedidos por pagar			16	1	7		53	1	163	4
	1.484	100	1.675	100	1.953	100	2.755	100	3.983	100

Fuente: *Informes de Gerencia Banco Central Hipotecario.*

B. El renglón de inversiones del Banco se incrementó en el lapso analizado en trescientos sesenta y seis millones de pesos.

C. Para lograr avances tan significativos, el Banco contó con recursos que sumaron, de 1965 a 1969 casi cuatro mil millones de pesos.

D. Los recursos más importantes con que ha contado esta institución han sido la emisión de cédulas hipotecarias y los bonos de valor constante.

E. Las colocaciones de cédulas hipotecarias aumentó de mil doscientos cuarenta y ocho millones de pesos en 1965 a tres mil novecientos noventa y siete millones en 1968, gracias, entre otros factores, al aumento de la tasa de interés efectuado en 1967.

F. El banco tiene inversiones varias, depósitos en el IFI, en el Banco de la República y en los bancos comerciales por sumas muy cuantiosas.

G. El Banco Central Hipotecario, a diciembre 31 de 1969 tenía en depósitos, en los bancos del país, más de novecientos millones de pesos (cuadro 7.28).

H. Los depósitos mencionados en el punto anterior incluyen las sumas que el Banco Central Hipotecario tenía en el Banco de la República al finalizar 1969. Dichas sumas se redujeron sustancialmente en el curso de 1970 y, de acuerdo con informaciones recibidas, en marzo de este año, los depósitos bancarios del Central en los bancos del país, incluido el Banco de la República, no pasaban de doscientos millones de pesos, cifra que está dentro de un margen de liquidez aceptable.

3. La captación del ahorro a través de las cédulas hipotecarias.

La emisión de cédulas hipotecarias es un privilegio, por no decir monopolio, del Banco Central Hipotecario. Estas cédulas son, como se dice en otro aparte de este trabajo, el principal recurso de ese banco.

El gobierno nacional ha querido orientar buena parte del ahorro doméstico a través de cédulas hipotecarias. Para la colocación de los documentos o títulos en referencia existen dos tipos de mercado: uno que podríamos llamar cautivo y el abierto. El primero corresponde a las instituciones que obligatoriamente deben adquirir cédulas y el otro es, como acaba de decirse, el mercado abierto de valores bursátiles.

CUADRO 7.30 — CEDULAS HIPOTECARIAS EN CIRCULACION
 POR TIPOS DE INTERES. 1950-69
 (Miles de pesos)

Año	1.0 al 6.5 %	7 %	7.5 %	9.5 %	Total
1954	53.633	457.737			511.370
1960	52.314	539.742			592.056
1961	49.461	655.506			704.967
1962	46.703	741.145			787.848
1963	43.173	896.695			939.868
1964	38.014	1.141.086			1.179.100
1965	35.264	1.216.112			1.251.376
1966	39.693	1.319.898			1.359.591
1967	121.623	1.440.495			1.562.118
1968	211.544	529.004	379.063	1.491.571	2.611.182
1969	357.442	444.798	374.031	2.822.471	3.998.742

Fuente: Informe de Gerencia Banco de la República.

La inversión en cédulas hipotecarias es obligatoria para las cajas de ahorro, los bancos de depósito, las compañías de seguros, las sociedades de capitalización y en cierta forma para las sociedades anónimas, en comandita, de minas y colectivas como veremos más adelante.

En efecto, las entidades mencionadas atrás deben hacer las siguientes inversiones:

A. Las cajas de ahorro deben mantener no menos del 25% de sus depósitos en cédulas del 7.5% y 9.5% anual.

B. Los bancos comerciales están obligados a mantener el 25% de sus depósitos de ahorro en cédulas del Banco Central Hipotecario.

C. Las compañías de seguros generales y las de vida deben mantener un porcentaje de sus reservas (técnicas y patrimoniales) en cédulas hipotecarias. Además deben hacer inversiones en préstamos hipotecarios para vivienda o en su defecto suscribir cédulas adicionales en cantidad proporcional.

D. Las sociedades de capitalización deben invertir parte de sus reservas en cédulas hipotecarias.

E. Por último, las sociedades anónimas, en comandita y colectivas están sometidas al impuesto especial de vivienda, el cual, de acuerdo con disposiciones vigentes, puede cancelarse parcialmente mediante una inversión sustitutiva del 66% de su valor en cédulas hipotecarias.

Anteriormente a los bancos les era permitido hacer inversiones en cédulas con parte del encaje requerido sobre sus depósitos.

Fuera de inversiones forzosas a que se hizo referencia, la colocación de cédulas hipotecarias ha estado sujeta al mercado de valores. El Banco vende sus cédulas directamente, con un descuento del 14% y sin que se cause comisión alguna en las operaciones de venta y compra.

Gracias al interés del 9.5% que rige hoy para el 70% de las cédulas, el Banco ha podido obtener recursos adicionales muy valiosos por este concepto (cuadro 7.30).

La cédula hipotecaria es para el inversionista un papel seguro por los siguientes motivos:

A. El interés efectivo es superior al 11% al año.

CUADRO 7.31 — INSTITUTO DE CREDITO TERRITORIAL
FUENTES Y USOS DE RECURSOS. 1963 - 69
(Miles de pesos)

	1963/64	1965	1966	1967	1968	1969	Total	
							Valor	%
Recursos								
Aumento de obligaciones por pagar	206.277	42.844	143.636	162.029	150.263	194.527	899.576	47
Aumento de créditos y gastos por pagar	12.529	(5.852)	2.376	4.002	4.130	15.364	32.549	2
Bonos cédulas en circulación e intereses pendientes	25.623	6.619	17.293	36.241	20.461	61.835	168.072	9
Aumento de capital y reservas ¹	108.217	72.600	93.288	118.534	250.310	39.701	682.650	36
Aumento de otros pasivos	(144.957)	6.468	47.097	62.704	120.787	28.309	120.408	6
Total recursos	207.689	122.679	303.690	383.510	545.951	339.736	1.903.255	100
Usos								
Préstamos para vivienda ²	48.927	123.046	112.381	78.392	155.782	50.616	569.144	30
Obligaciones por cobrar y otros deudores	7.948	(3.028)	160.869	59.449	7.082	69.797	302.115	16
Inventarios ³	151.935	7.594	108.586	163.978	286.667	229.547	731.135	39
Inversiones	(6.000)	(9.117)	(28)	12.311	108.158	(1.157)	104.167	5
Inmuebles y equipo en servicio ⁴	-o-	924	12.402	1.265	3.087	10.968	28.646	2
Activo diferido	1.995	11.351	78.012	77.400	(134)	(8.374)	160.250	8
Total usos	204.805	130.770	255.048	392.795	560.642	351.397	1.895.457	100
Superávit (déficit) de más efectivos para el período	2.884	(8.091)	48.642	(9.285)	(14.691)	(11.661)	7.798	
Superávit (déficit) de más efectivo acumulado	26.884	18.793	67.435	58.150	43.459	31.798	1.903.255	100
Saldo en diciembre 31, 1962	\$24.000							

Fuente: *Informes de gerencia* de 1962 a 1969

¹ En los informes estudiados no está disponible la formación de estas cuentas

² Aumento neto, deducida "reserva para deudas morosas"

³ Aumento de "terrenos", obras de ejecución" y "construcciones"

⁴ Aumento neto deducido "reserva para depreciación" la cual no aparece en los informes

B. Las cédulas están exentas de impuesto de renta y patrimonio.

C. El Banco Central Hipotecario garantiza la compra inmediata, por ventanilla, de cualquier título que le sea presentado, con el mismo descuento que otorga en la venta.

D. Los títulos están garantizados con los inmuebles hipotecados al Banco Central Hipotecario.

La canalización del ahorro hacia estas inversiones le ha permitido al banco aumentar sus operaciones de crédito hipotecario en forma sustancial tal como puede verse en los cuadros que aparecen en este capítulo.

El aumento en las colocaciones netas de cédulas hipotecarias, en el período de 1965 a 1969, fue de dos mil ochocientos millones de pesos, o sea que en el curso del período se emitió, aproximadamente, el 70% del valor de las cédulas hipotecarias vigentes en diciembre 31 de 1969.

4. Instituto de Crédito Territorial.

El Decreto Ley 200 de 1938 creó el ICT. La construcción de habitaciones higiénicas para los trabajadores del campo fue, inicialmente, la función primordial del Instituto. Se estableció en la disposición citada la facultad de otorgar préstamos hipotecarios de amortización gradual. Posteriormente, el Decreto Ley No. 380 de 1942 le otorgó la facultad de conceder préstamos a los municipios para la construcción de barrios populares. Luego

y por medio del Decreto Ley 1579, también de 1942, se ampliaron las funciones del ICT para que éste pudiera entrar a intervenir en la solución de los problemas inherentes a la vivienda popular urbana. El decreto mencionado dispuso que el Instituto "tendrá una nueva sección, dotada de capital propio y a cuyo cargo correrá el suministro de préstamos para las viviendas populares urbanas."¹⁰ y que dicho capital sería suscrito y pagado por el estado.

El Decreto 2114 de 1956 dispuso que la Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero, fuera la entidad encargada de los planes oficiales sobre vivienda campesina. Desde entonces el Instituto dedicó sus esfuerzos únicamente a los problemas de vivienda urbana.

El Instituto recibe fondos del Presupuesto Nacional, de empréstitos extranjeros, de la colocación de los bonos, de préstamos locales y de los recaudos normales de cartera. Este último renglón es la fuente de recursos más importantes.¹¹

Las cajas de ahorro y las secciones respectivas de los bancos comerciales tienen la obligación de mantener el 22 % de sus depósitos en bonos de vivienda y ahorro del ICT.

Los aportes del Presupuesto Nacional han venido aumentando año tras año. En 1962 dicho aporte fue de veintiun millones y para este año se decretó una suma superior a los cien millones de pesos.

El Instituto ha venido recibiendo créditos y ayudas del exterior desde 1961. De conformidad con apreciaciones del ICT y del Departamento Nacional de Planeación, los préstamos externos tienen, cada día, un mayor costo. Los intereses van en aumento y los plazos en disminución.¹²

Desde su fundación hasta 1969, el ICT ha participado en la construcción de más de ciento cincuenta mil viviendas urbanas con una inversión superior a los dos mil cuatrocientos millones de pesos.¹³

Entre los años de 1963 y 1969 los préstamos para vivienda del ICT pasaron de quinientos noventa y siete a mil ciento setenta millones de pesos, o sea que en el período de 1963 a 1969 el aumento fue de quinientos setenta millones de pesos.

Los principales recursos con que contó el Instituto para lograr dicho aumento fueron el incremento de las cuentas de obligaciones por pagar y la de capital y reservas tal como puede verse en el cuadro 7.31. (dentro de la cuenta de las obligaciones por pagar están incluidos los préstamos internos y externos).

En el lapso estudiado, la cuenta de inventarios tuvo un incremento neto superior a los setecientos treinta millones de pesos. Esta cuenta incluye terrenos y obras y construcciones en ejecución.

Es interesante anotar que el producto de documentos de deuda del ICT, bonos de vivienda, y ahorro, representó solo el 9% del total de recursos en estudio. Dicho recurso es importante, proporcionalmente, solo en 1969, año en el cual representó algo menos del 20% del total de los recursos.

Durante el lapso estudiado, el capital del ICT aumentó en setecientos millones de pesos.

Al cierre del año de 1969, aparece registrada una pérdida superior a sesenta millones de pesos.

¹⁰ *Instituto de Crédito Territorial, 30 años de servicio*. Oficina de Divulgación del Instituto de Crédito Territorial. Bogotá 1969.

¹¹ Departamento Nacional de Planeación, *El sector vivienda*. Documento DNP 287-UDRU, 1970, pág. 37.

¹² Departamento Nacional de Planeación, *op. cit.*, págs. 40 y 41.

¹³ Villegas, Luis Alberto, *Vivienda y Desarrollo Urbano en Colombia*. Instituto de Crédito Territorial. Bogotá 1970, pág. 87.

CUADRO 7.32 – INSTITUTO DE CREDITO TERRITORIAL.
BALANCES EN DICIEMBRE 31. 1962 - 69
(Miles de pesos)

	1962	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Activo							
Activo disponible:							
Efectivo	24.000	26.884	18.793	67.435	58.150	43.459	31.798
Deudores:							
Préstamos para vivienda	597.000	653.010	775.817	888.600	966.992	1.122.774	1.173.389
Obligaciones por cobrar				156.972	186.627	223.707	281.047
Otros deudores	1.000	8.948	5.920	9.815	39.609	9.611	22.068
	598.000	661.958	781.737	1.055.387	1.193.228	1.356.092	1.476.504
Menos: reserva para deudas morosas		7.083	6.844	7.246	7.246	7.246	7.245
	598.000	654.875	774.893	1.048.141	1.185.982	1.348.846	1.469.259
Inventarios:							
Terrenos		82.346	83.194	101.276	151.037	181.702	268.845
Obras en ejecución		251.931	260.902	120.278	187.401	416.195	547.851
Construcción terminales		12.621	11.961	20.114	60.091	89.509	99.428
Materiales		13.077	11.989	18.240	24.291	21.491	22.171
		359.975	368.046	259.908	422.820	708.897	938.295
Menos: reserva para protección de inventarios		1.040	1.517	1.965	899	309	160
	207.000	358.935	366.529	257.943	421.921	708.588	938.135
Otros activos:							
Inversiones		10.581	1.464	1.436	13.747	121.905	120.748
Inmuebles en servicio		6.527	6.214	18.278	17.808	18.234	21.280
Maquinaria y equipo en servicio		11.451	11.129	11.467	13.202	15.863	24.585
		28.559	18.807	31.181	44.757	156.002	166.613
Menos: reserva para depreciación		1.559					800
	33.000	27.000	18.807	31.181	44.757	156.002	165.813
Activo diferido:							
Estudios y proyectos en obras		63	17	47	64	423	957
Gastos pagados por anticipado		969	3.502	1.542	2.855	2.547	3.666
Diferidos a largo plazo		963	9.827	89.769	165.839	165.654	155.627
		1.995	13.346	91.358	168.758	168.624	160.250
Total del activo	862.000	1.069.689	1.192.368	1.496.058	1.879.568	2.425.519	2.765.255
Pasivo y capital							
Pasivo exigible							
Obligaciones por pagar	109.000	315.277	358.121	501.757	663.786	814.049	1.008.576
Cuentas y gastos por pagar		12.529	6.677	9.053	13.055	17.185	32.549
Bonos y cédulas en circulación e intereses	107.300	132.923	139.542	156.835	193.076	213.537	275.372
	216.300	460.729	504.340	667.645	869.917	1.044.771	1.316.497
Otros pasivos:							
Depósitos		65.059	72.943	111.484	181.753	301.830	329.961
Ingresos recibidos por anticipado		2.284	868	9.424	1.859	2.569	2.747
	212.300	67.343	73.811	120.908	183.612	304.399	332.708
Capital y reservas:							
Capital		520.017	596.512	680.871	790.551	1.028.754	1.123.262
Reservas		17.453	17.909	26.634	34.460	40.527	54.694
Utilidades		4.147	(204)		1.028	7.068	(61.906)
	433.400	541.617	614.217	707.505	826.039	1.076.349	1.116.050
Total del pasivo y capital	862.000	1.069.689	1.192.368	1.496.058	1.879.568	2.425.519	2.765.255

Fuente: *Informes de Gerencia* 1962 a 1969.

VI. Recomendaciones sobre políticas de financiación para las empresas estatales y para los organismos encargados de los planes de vivienda.

1. *Los establecimientos públicos en general.*

En la introducción al presente estudio pudo verse que el gobierno tiene, en Colombia, por varios motivos, una mayor facilidad para movilizar ahorro doméstico que el sector privado de la economía. Por lo tanto y en ciertos casos como el de la financiación de los servicios públicos, vivienda, industrias básicas, por ejemplo hierro y acero, debe ser hecha por el Estado.

Dada la mayor capacidad operativa del sector privado y excepción hecha de los servicios públicos, deben fortalecerse los instrumentos jurídicos y financieros para que las empresas promovidas por el Estado sean transferidas al sector privado una vez estén técnica y financieramente estabilizadas.

En otras palabras se desea dejar en claro lo siguiente:

Dada la mayor capacidad del gobierno para movilizar ahorro, ese tiene la obligación de promover empresas e industrias necesarias para el desarrollo económico;

Dada la mayor capacidad operativa del sector privado, las empresas e industrias promovidas por El Estado, excepción hecha de la de servicios públicos básicos, deben pasar, una vez se encuentren técnica y financieramente estabilizadas, a manos de particulares.

A. *La captación del ahorro.*

Tal como se vio en la parte primera de este estudio la captación de ahorro doméstico para la financiación de las inversiones de las empresas del Estado es prácticamente nula. La colocación de documentos de deuda por cuenta de los establecimientos públicos descentralizados no ha existido como política general de ingresos y solo se han presentado casos aislados.

Los recursos de crédito interno no se han obtenido, en su gran mayoría, en un mercado abierto, sino simplemente a través de las inversiones forzosas a que están obligadas las instituciones financieras o mediante el descuento de obligaciones del gobierno en el Banco de la República.

En el cuadro 7.8 se muestra claramente que entre el sistema bancario, el Fondo de Estabilización, las compañías de seguros, las sociedades de capitalización y el Banco de la República han mantenido, en los últimos diez años, entre el 80% y el 65% del total de la deuda interna.

Desgraciadamente un sinúmero de motivos ha impedido el desarrollo de un verdadero mercado de capitales para los títulos del gobierno. Dadas las condiciones de la economía nacional, especialmente la tendencia inflacionista no ha sido factible crear una demanda por títulos de deuda pública por cuanto el interés efectivo que dichos títulos pueden llegar a devengar anualmente no compensan a largo plazo la pérdida de poder adquisitivo de la moneda colombiana. Además, la muy alta propensión media al consumo existente en Colombia deja un remanente muy pequeño para el ahorro. Este ahorro se canaliza hacia las actividades de mayor rendimiento.

A fin de poder establecer un verdadero mercado de capitales para los bonos del gobierno, convendría estudiar las posibilidades de aumentar el interés efectivo de los títulos ya bien sea por medio de modificaciones en el descuento o mediante la elevación del tipo de interés. También se requiere analizar la posibilidad de establecer un sistema de reajuste en el valor de los bonos con base en el índice de precios. Esto último puede acarrear ciertos peligros y ser una ayuda a la mentalidad inflacionista que existe en el país y por lo tanto

cualquier acción que sobre el particular se llegue a tomar, debe ser estudiada y analizada en su totalidad.

Tampoco sobraría un análisis completo sobre la eficacia de las inversiones forzosas a que están obligadas las instituciones financieras. Especialmente debe estudiarse la utilización que se ha dado a los fondos provenientes de la colocación de bonos de la Ley 21 de 1963.¹⁴

Aunque no es recomendable la utilización del encaje bancario en fines diferentes a los monetarios, podría estudiarse la forma por medio de la cual los bancos comerciales pudieran invertir parte de su encaje en bonos de ciertos establecimientos públicos como el IFI, el ICEL, el Instituto de Fomento Municipal.

En fin, para poder abrir un mercado de capitales verdadero para los documentos del Estado, es necesario establecer descuentos y tipos de interés que hagan la inversión atractiva y competitiva con otras actividades. Solo así se pueden asegurar recursos del crédito interno suficientes para los establecimientos públicos. En otra forma la utilización del crédito interno sería un espejismo.

B. Reajustes tributarios.

No existe duda sobre la necesidad imperiosa de aumentar los ingresos fiscales del Estado. Para poder adelantar las inversiones directas del gobierno central y las de los organismos descentralizados es necesario efectuar un reajuste completo en el sistema tributario colombiano. Dicho reajuste debe ser hecho en el menor término posible. En el informe Musgrave y en otras recomendaciones sobre el mismo tema, aparecen sugerencias importantes que deben concretarse en proyectos de ley. En la actualidad cursan en el Congreso Nacional dos proyectos de ley, presentados por el Ministro de Hacienda y Crédito Público, sobre reajustes al impuesto de ventas y sobre reestructuración del impuesto sobre la renta de las personas jurídicas. Estos proyectos responden a la necesidad de mayores ingresos y a la urgencia de unificar el tratamiento tributario para las diferentes clases de sociedades, eliminando la tarifa progresiva a las sociedades anónimas y la multiplicidad de impuestos adicionales al de renta que "desarticulan las tasas marginales y complican innecesariamente la administración impositiva".¹⁵

Tal como se dice en el capítulo primero, el sistema tributario actual no permite aumentar las inversiones públicas del gobierno ni de las entidades autónomas. La relación de ingresos tributarios sobre producto nacional bruto es una de las más bajas del continente (cuadro 7.13).

Además de los proyectos presentados por el Ministro de Hacienda a la consideración del Congreso, deben buscarse mayores ingresos fiscales a través de la creación de un impuesto nuevo, como podría ser el gravamen al gasto excesivo. También y como se recomienda en la Memoria presentada por el Ministro de Hacienda al Congreso en 1970, conviene analizar el problema de los impuestos de renta y complementarios de las empresas petroleras. Dice el exministro Espinosa:

"Fueran de propiedad particular los yacimientos de hidrocarburos se explicaría la altísima deducción por agotamiento, pero no cuando pertenecen al Estado. Sin embargo, por medio de esa figura sutil, se rebaja la tarifa del gravamen sobre la renta, hasta el extremo de reducirla a la mitad de la que se cobra a los nacionales con otra profesión u oficio. Investigaciones muy cuida-

¹⁴ De acuerdo con la Ley 21 de 1963 los bancos comerciales deben mantener el 5% de sus depósitos a la vista y a menos de treinta días en bonos especiales. El producto de dichos bonos debe ser dedicado a inversiones del gobierno central.

¹⁵ Patiño, Alfonso, *Exposición de motivos al proyecto de ley "Por el cual se reestructura el Impuesto de renta a las personas jurídicas"*, 1970.

dosas revelaron que mientras en diversas actividades el impuesto sobre la renta pasa, a veces con mucho, del cuarenta por ciento, en la explotación de petróleo no llega al veinte por ciento, con el agravante de que es la única de las exportaciones sin deber legal de reintegrar al país su valor en moneda extranjera."¹⁶

La creación de nuevos ingresos fiscales se requiere para que el gobierno pueda mantener un superávit en cuenta corriente con el cual sea factible atender los gastos de inversión directa e indirecta. El no proceder de conformidad con las necesidades existentes producirá una disminución en la inversión pública que puede atentar contra la estabilidad económica del país.

2. *Los organismos encargados de los planes de vivienda.*

a) De conformidad con informaciones existentes y con cálculos hechos por el ICT, la solución del problema de vivienda urbana puede llegar a valer más de treinta mil millones de pesos. Esta cifra muestra claramente que el problema no puede ser resuelto mediante solo la acción del Estado. Para dar solución adecuada al problema se requiere la participación del sector privado y orientar y canalizar los esfuerzos del país hacia la industria de la construcción y la vivienda.

Es bien cierto que los recursos del Banco Central Hipotecario y del Instituto de Crédito Territorial no guardan proporción con las necesidades que tiene el país en materia de vivienda. Pero la solución financiera no sería suficiente; desgraciadamente la capacidad operativa de las instituciones en referencia es insuficiente. Se requiere modificar sustancialmente la administración del ICT y del banco para que éstos puedan utilizar eficientemente los recursos que tienen hoy y los que en un futuro puedan recibir. Así pues tenemos que la primera condición para solucionar el problema de vivienda, es la reorganización de los institutos respectivos.

b) La captación del ahorro para los programas de vivienda:

Tal como vimos en la sección IV los mayores recursos destinados a la vivienda provienen del ahorro en cédulas hipotecarias. Aún es posible lograr la canalización de volúmenes de ahorro superiores para este fin. Podría estudiarse una modificación en las inversiones forzosas de las instituciones financieras, bancos, cajas de ahorro, compañías de seguros, sociedades de capitalización y corporaciones financieras, para que estas tuvieran la obligación de mantener parte importante de sus reservas y depósitos a la vista y a término en bonos de vivienda y ahorro del ICT y sumas mayores en cédulas del Banco Central Hipotecario.

También debe estudiarse la forma para que el ICT pueda emitir cédulas similares a las del Banco Central y se beneficie también del producto de los bonos de valor constante.

Sería de gran importancia la aprobación, por parte del Congreso Nacional, del proyecto de ley en el cual se establece, en reemplazo del impuesto especial de vivienda, la obligación, para las personas jurídicas, de invertir en cédulas hipotecarias y en bonos del ICT el equivalente al 3% y al 1%, respectivamente, de su renta gravable. Esta obligación debería abarcar a las personas naturales.

Por último, se requiere dar mayores atractivos a los documentos de deuda que para fines de vivienda, emitan las entidades oficiales y semioficiales.

¹⁶ Espinosa Valderrama, Abdón, *Memoria de Hacienda*. 1966-1970. Talleres Gráficos Banco de la República, pág. 243.

c) Aportes presupuestales:

La solución que se pueda dar al problema de la vivienda a través de aportes presupuestales de la nación al ICT es muy pequeña y deficiente. Para que la acción del presupuesto tenga efectos importantes sobre el problema de la vivienda, es necesario una elevación muy grande en los impuestos. Con los aportes que hoy puede hacer el gobierno al Instituto de Crédito Territorial, apenas puede mantenerse el ritmo de inversiones de esta institución.

d) Los fondos regionales de fomento económico y capitalización social:

A pesar de la inmensa importancia del proyecto de ley que sobre el particular fue presentado al Congreso no se ve, por ahora, la posibilidad de que sea aprobado. Podría pensarse en una solución intermedia por medio de la cual las empresas adquirieran la obligación de suscribir en un lapso prudencial, por ejemplo de cinco años, cédulas hipotecarias y bonos de vivienda y ahorro por sumas equivalentes al 50% de sus reservas para cesantías. Esto podría aumentar las inversiones en vivienda en unos quinientos millones de pesos.

Por último, debe anotarse que para adelantar una política efectiva de vivienda se requiere de un instrumento jurídico que controle el precio de las tierras urbanizables e impida la especulación en finca raíz.

Sin que el instrumento a que se refiere el párrafo anterior exista, no será fácil adelantar una verdadera política de vivienda. La especulación en finca raíz mantiene los precios de la propiedad urbana en niveles que no responden a la realidad económica y social del país.

e) A fin de hacer más rápidos los trámites, podría pensarse en la posibilidad de que el Banco Central Hipotecario actuara, para todos los asuntos financieros, como agente o representante del ICT. En otras palabras, debe analizarse la conveniencia de que el Instituto de Crédito Territorial cumpla funciones exclusivamente de construcción y adjudicación de viviendas y la labor del Banco Central Hipotecario se concentre en la financiación de las mismas. No se ven claros los motivos por los cuales el ICT ha venido convirtiéndose en un banco hipotecario y el Banco Central Hipotecario en una entidad constructora de viviendas. Naturalmente esta idea conllevaría a una serie de modificaciones importantes en la estructura interna de las entidades en referencia.

f) Tal como se propone en el artículo 13 del proyecto de ley sobre reforma urbana, presentado por el Gobierno Nacional, a la consideración del Congreso, en octubre de 1970, el Banco Central Hipotecario debe tener la función de descontar y redescontar las obligaciones hipotecarias que se constituyan a favor del ICT, del Fondo Nacional de Ahorro, etc.

g) Es urgente reglamentar todos los aspectos referentes a las asociaciones de ahorro y préstamo y crear los instrumentos jurídicos y financieros necesarios para que este tipo de entidades puedan complementar el esfuerzo del gobierno en la solución del problema de la vivienda urbana.

h) Debe apoyarse la creación de entidades que canalicen el crédito hipotecario extrabancario. Por ejemplo, la sociedad llamada Mercantil Hipotecaria, fundada bajo los auspicios de la Lonja de Propiedad Raíz de Bogotá, tiene como función primordial la canalización del crédito mencionado. Para el cumplimiento racional de su función, se requiere que entidades como la Mercantil Hipotecaria estén autorizadas para emitir bonos con respaldo en las hipotecas que se constituyen a su favor. Así podría regularizarse este tipo

de crédito y además podría llegar a conocerse el verdadero interés del dinero en Colombia, a través del descuento al cual se negociarían los bonos emitidos. Desgraciadamente las entidades oficiales respectivas no han autorizado todavía la emisión de bonos de la Mercantil Hipotecaria.

i) Por último, se desea hacer énfasis en la necesidad que existe de prestar la mayor ayuda posible a las entidades privadas que tienen como objeto social la construcción de urbanizaciones y viviendas para clase media y baja. Esta ayuda debe hacerse a través de préstamos y descuentos del Banco Central Hipotecario.

La ayuda a que se refiere este punto, es necesaria por cuanto la solución de los problemas urbanos y de vivienda del país no pueden ser producto solamente de la actividad oficial; los recursos del gobierno no son suficientes y es necesario complementarlos con los de los particulares. De ahí la importancia de crear los instrumentos y herramientas necesarios para canalizar ahorro privado para la solución del problema.

Parte III

LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS
EN COLOMBIA

Capítulo 8

BANCOS COMERCIALES Y CAJAS DE AHORRO EN LOS MERCADOS DE DINERO A CORTO, MEDIANO Y LARGO PLAZO

Por OSCAR ALVIAR RAMIREZ

I. Introducción.

El sistema de banca comercial en Colombia está representado por 25 entidades bancarias las cuales, en razón de los accionistas que las poseen, son 15 bancos de propiedad de capitales privados colombianos, seis sucursales de bancos extranjeros y cuatro cuya propiedad pertenece en su mayoría al sector oficial (Banco Popular, Banco Ganadero, Banco Cafetero y Banco del Estado). La acción de estos bancos comerciales se extiende a todo el territorio nacional mediante la existencia de 1.208 oficinas.

Para los efectos de este estudio, se ha adoptado como definición de banco comercial la que da el artículo 2o. de la Ley 45 de 1923 y que en general coincide con las nociones tanto económicas como jurídicas que universalmente se aceptan para distinguir este tipo de establecimiento; esto es, la entidad financiera que “hace el negocio de recibir fondos de otros en depósito general y de usar estos, junto con su propio capital, para prestarlo a plazos menores de un año y comprar o descontar pagarés, giros y letras de cambio a término menor de un año”. Por consiguiente, están excluidos de ser considerados en esta investigación otros institutos que como la Caja Agraria, las corporaciones financieras y el Banco Central Hipotecario, tienen por funciones principales otro género de actividades, distinto al de recibir depósitos del público y de facilitarlos en préstamo a término menor de un año.

Circunscrito, pues, a los bancos comerciales colombianos el objetivo de este estudio, se advierte que la suma de las cuentas de capital pagado y reserva legal de las entidades que componen el sistema alcanzó a \$ 2.708 millones en 30 de junio de 1970, y que en esa misma fecha los depósitos del público en cuenta corriente llegaron a la cifra de \$ 13.761 millones. Este último guarismo es muy significativo por cuanto refleja una de las principales actividades de dichos establecimientos, o sea la de captar depósitos del público y por cuanto representa también una muy considerable proporción de la totalidad de la oferta monetaria, o de los medios de pago de que dispone la comunidad colombiana.

En efecto, para diciembre 31 de 1970, sobre un total de medios de pago de \$ 21.627 millones, \$ 13.761 millones correspondían a depósitos en los bancos comerciales y \$ 7.866 millones a especies monetarias, o sea una proporción entre los depósitos en cuenta corriente y el total de los medios de pago del 64%.

CUADRO 8.1 – RELACION DE LOS DEPOSITOS EN CUENTA CORRIENTE
RESPECTO AL TOTAL DE MEDIOS DE PAGO
(Miles de pesos)

	Total medios de pago (1)	Total moneda fuera de los bancos (2)	Total depósitos en cuenta corriente (3)	% (1/3)
1950	974.229	471.630	502.599	52
1951	1.120.461	514.960	605.501	54
1952	1.313.275	605.382	707.893	54
1953	1.547.633	672.307	875.326	57
1954	1.844.524	752.603	1.091.921	59
1955	1.931.748	775.027	1.156.721	60
1956	2.413.784	932.517	1.481.277	61
1957	2.742.444	1.166.123	1.576.321	57
1958	3.315.788	1.360.453	1.955.335	59
1959	3.713.509	1.485.533	2.227.976	60
1960	4.099.507	1.605.790	2.493.717	61
1961	5.107.694	1.845.587	3.262.107	64
1962	6.162.207	2.114.664	4.047.543	66
1963	6.913.803	2.537.019	4.376.784	63
1964	8.352.632	3.114.774	5.237.865	63
1965	9.669.664	3.594.979	6.074.685	63
1966	11.027.426	4.104.078	6.923.348	63
1967	13.437.148	4.758.622	8.678.526	64
1968	15.428.413	5.547.500	9.880.913	64
1969	18.436.187	6.553.969	11.882.218	64
1970	21.627.217	7.866.312	13.760.905	64

Fuente: Banco de la República. *Informe del Gerente*.

La elevada relación de los depósitos bancarios sobre los medios de pago y su progresivo incremento a través de los años, como puede verse en el cuadro 8.1, son demostración de que, por una parte, la disponibilidad de recursos líquidos para efectuar transacciones descansan en su mayor proporción en fondos que se encuentran en los bancos a disposición del público, frente a las especies monetarias (billetes y monedas); y, por otra parte, cómo a medida que el país progresa y la economía se moderniza, el público ha tendido en Colombia a reemplazar el empleo de especies monetarias por el de depósitos en cuenta corriente.

Al paso que en 1950 un 52% de los medios de pago consistía en depósitos en cuenta corriente en los bancos comerciales, en 1970 esta proporción alcanzó el 64% y la elevación del citado porcentaje es constante y progresiva en el curso de los últimos veinte años.

Asimismo, si se comparan estas proporciones de depósitos en cuenta corriente frente a la totalidad de los medios de pago en el ámbito internacional, se nota cómo en Colombia la proporción es similar a la de otros países que se encuentran en etapa parecida de desarrollo (Chile 64%, Irán 62%, Túnez 55%, Costa Rica 68%) inferior a la de países más avanzados (Estados Unidos 76%, Japón 78%); y superior a la de países con un nivel de ingreso per cápita más bajo (Bolivia 38%, India 36%, Paquistán 40% y Burundi 28%).¹

Universalmente y en Colombia, la función correlativa a la recepción de depósitos por parte de la banca comercial, es la de concesión de crédito a plazos cortos, o sea los inferiores a un año. A la captación de depósitos del público en el monto indicado, correspondió una

¹ Datos tomados de *International Financial Statistics*, comparando las cifras a diciembre de 1969.

concesión de crédito a corto plazo por la banca comercial, que en 30 de junio de 1970 ascendía a \$ 13.431 millones.

El papel de la banca comercial en el mercado de dinero a corto plazo es, por consiguiente, en Colombia de primordial trascendencia:

a) Por la alta proporción de los depósitos en cuenta corriente respecto al total de los medios de pago,² y;

b) Por la elevada proporción del crédito bancario a corto plazo frente a la totalidad del crédito a corto plazo de que dispone la economía.³

II. Importancia del sistema bancario comercial en el mercado de dinero a mediano y largo plazo.

Aunque el papel tradicional de la banca comercial colombiana, como fue concebida en la Ley 25 de 1923, es el de captación de depósitos del público y el financiamiento del crédito a plazos inferiores a un año, en su evolución institucional ha venido paulatinamente induciéndose a que juegue un papel cada vez mayor en el financiamiento del crédito a mediano y largo plazo. Esta tendencia que ha sido inspirada en la llamada *orientación selectiva del crédito*, se estimula mediante diversas estratagemas como la de otorgar a aquella especiales facilidades de redescuento en el Banco Central, o de permitir a los bancos comerciales una reducción del encaje cuando distribuyen su cartera hacia propósitos de fomento y, finalmente, la de imponerles la suscripción de inversiones más o menos forzosas, en documentos a mediano y largo plazo.

Los expedientes que han sido utilizados para lograr esta mayor ingerencia de la banca comercial en el financiamiento a mediano y largo plazo tanto mediante la concesión de créditos directos por parte de ella al público, como por la adquisición de documentos, pueden examinarse desde dos ángulos. En primer término, las normas vigentes hoy sobre composición de la cartera y, en segundo lugar, las inversiones en documentos que en forma más o menos compulsiva los bancos deben efectuar.

1. Composición de la cartera.

Desde 1923 y hasta 1950 la cartera de los bancos comerciales estaba representada casi con exclusividad en créditos hasta con un año de plazo, como era la facultad primitiva que para otorgar préstamos tenían los bancos comerciales de acuerdo con la Ley 45 de 1923 y que, entre otras cosas, correspondía a la noción clásica de la banca comercial para esas épocas de que los préstamos fueran autoliquidables en plazos cortos.

Pero desde 1950, con la expedición del Decreto—Legislativo 384, se autorizó que los bancos pudieran facilitar recursos hasta con cinco años de plazo (más tarde ampliados a diez

² No se conocen estudios ni estimaciones más o menos aproximadas de cuánto puede representar, en términos monetarios, las transacciones no monetarias, pero sí puede aseverarse que en un país como Colombia, las transacciones monetarias superan en gran medida las no monetarias (trueque, pago con instrumentos negociables como letras de cambio y pagarés, obligaciones de deber, etc.).

³ Tampoco se conocen estimaciones que indiquen el volumen del crédito a corto plazo del mercado extrabancario de dinero, ni cuál es la proporción que este representa sobre la totalidad de crédito a corto plazo de que dispone la economía colombiana.

Sería muy conveniente que como producto de las labores de este Simposio pudiera tenerse alguna idea, aún no muy elaborada, sobre la magnitud del mercado extrabancario de dinero a corto plazo, como el representado por el crédito de establecimientos de comercio, el prendario no bancario y principalmente el garantizado con operaciones sobre comercio y cambio exterior que parece sea un mercado muy activo.

Pero, en todo caso, también puede aseverarse que en una economía como la colombiana, el crédito bancario a corto plazo es la parte más sustancial de la totalidad del crédito monetario a corto plazo.

años por la Ley 83 de 1962), para propósitos de fomento y a tal efecto se les otorgaron incentivos especiales para que los concedieran. No se trató de una norma que *obligara* a los bancos comerciales a facilitar este tipo de financiación sino que se les facultó para extenderlos a plazos mayores de un año, dándoles a estos préstamos acceso al redescuento en el Banco Central en condiciones favorables de interés en el redescuento, así como también haciéndolos remunerativos porque se permitió que el rendimiento para el respectivo banco comercial fuera halagüeño.

Desde 1950 puede decirse que se inicia una deliberada política de las autoridades para inducir a la banca comercial en el financiamiento del mediano y largo plazo. Esta orientación que fue constante durante los años cincuenta se reafirmó en 1959, con la promulgación de la Ley 26 cuando, en virtud de sus mandatos, se estableció que sería "obligación de los bancos comerciales destinar el 15% de sus depósitos a la vista y a término al fomento de la agricultura, la ganadería y la pesca" por medio de préstamos a plazos medianos.

Finalmente, por Resolución 18 de 1963 de la Junta Directiva del Banco de la República, se establece el encaje legal reducido para los bancos que exhibieran un 30% de su cartera en créditos de fomento.

Este conjunto de las tres normas principales que hoy rigen en materia de crédito de fomento otorgado por la banca comercial, permite distinguir las tres formas mediante las cuales se induce a la banca comercial a facilitar créditos a mediano y largo plazo:

a) Estímulos a través de facilidades de redescuento y de intereses remunerativos, como los previstos en el Decreto Legislativo 384 de 1950 y sus modificaciones;

b) Compulsión a los bancos para conceder crédito a mediano y largo plazo, mediante la imposición obligatoria de que destinen parte de su cartera a estos créditos, que fue la forma establecida por la Ley 26 de 1959; y,

c) Consagración de una alternativa, de libre escogencia por los bancos comerciales, y consistente en que si conservan una determina proporción de su cartera en propósitos de fomento, el requisito del encaje será menos oneroso para ellos.

Es conveniente aclarar que generalmente los términos *crédito de fomento* y *cartera de fomento* se consideran en Colombia como sinónimos de crédito a mediano y largo plazo, o crédito mayor de un año. Efectivamente así ocurre para una gran proporción de este tipo de cartera, aunque haya renglones en ella que pueden tener plazos inferiores a un año, como es el descuento de bonos de prenda de los almacenes generales de depósitos o la contribución de los bancos en los préstamos del Fondo Financiero Agrario.

Las normas vigentes y que han inducido a la banca comercial para facilitar créditos de fomento, o sea créditos a mediano y largo plazo con la aclaración antes dicha, pueden describirse en la siguiente forma:

A. Como en la actualidad, además de los préstamos tradicionales que la banca comercial otorga hasta con un año de plazo y que constituyen el grueso de su cartera, existen múltiples autorizaciones para que estas entidades faciliten otros tipos de créditos; sobre estas últimas modalidades la autoridad monetaria (antes Junta Directiva del Banco de la República y hoy Junta Monetaria), ha definido cuáles de ellas integran la denominada *cartera de fomento*.

Además de las modalidades de crédito directo de los bancos comerciales a su clientela, que la Junta Monetaria ha definido formen parte de los renglones que integran la cartera de fomento, ella ha dispuesto, además, que algunas inversiones constituyan también este tipo de cartera.

Para junio de 1970 los principales *items* que forman la cartera de fomento son los siguientes:

Operaciones de préstamo:

a) Descuento de bonos de almacenes generales de depósito.

- b) Préstamos autorizados por el Decreto Legislativo 384 de 1950.
- c) Préstamos agropecuarios autorizados por la Ley 26 de 1959.
- d) Préstamos de crédito popular autorizados por la Ley 49 de 1959 y Decreto 1790 de 1960.
- e) Préstamos para vivienda empleados, Decreto 2239 de 1951.
- f) Préstamos a fondos financieros (agrario industrial y de desarrollo urbano).
- g) Otros

Inversiones:

- a) Bonos Ley 26 de 1959.
- b) Acciones y bonos de corporaciones financieras.
- c) Bonos del I.C.T.
- d) Bonos del Fondo Financiero Agrario.

B. Con base en la definición de la Junta Monetaria de cuáles renglones constituyen cartera de fomento, en los balances anuales de los bancos comerciales es posible establecer qué porcentaje de su cartera total está representado por créditos concedidos dentro de la denominada cartera de fomento.

C. Ha dispuesto la Junta Monetaria también, que aquellos bancos que muestren un porcentaje de su cartera total en cartera de fomento, no inferior en la actualidad del 32%, tendrán facilidades especiales respecto al cumplimiento del requisito del encaje.

La facilidad especial de que se habla consiste en que tales bancos no se obligan a estar encajados sino en el encaje reducido. Este encaje (relación de las exigibilidades inmediatas, a término y de la sección fiduciaria con depósitos disponibles en el Banco de la República), es varios puntos menor que el encaje ordinario que deberían cumplir si no satisficieran el porcentaje que sobre la cartera total, la cartera de fomento debe representar, o sea el 32%.

D. La facilidad del encaje reducido ha sido un instrumento muy eficaz para que los bancos opten por cumplir con la cartera de fomento en el porcentaje mínimo establecido por la Junta. Y los estímulos propios que esta cartera tiene en cuanto a redescuento, sumados a la ventaja del encaje reducido, han producido el hecho de que en la actualidad los bancos comerciales, en su conjunto, muestran cartera de fomento en exceso del 32% requerido.

E. Los bancos gozan de la facultad de escoger, entre los distintos renglones que constituyen la cartera de fomento, a cuáles de ellos atienden para conformar el 32%, con dos importantes limitaciones.

En primer término, necesariamente deben suscribir seis puntos de los 32 en bonos del Fondo Financiero Agrario, que tienen plazo de seis meses e interés del 6% anual.

En segundo lugar y como consecuencia de que los bancos deben también cumplir con el mandato de la Ley 26 de 1959 que los obliga a destinar nueve puntos de su cartera en créditos al sector agropecuario y como estos se encuentran entre los renglones que componen la cartera de fomento, quedan así siempre comprometidos 15 puntos de la misma (seis puntos en bonos del Fondo Financiero Agrario y nueve puntos en créditos de la Ley 26 de 1959).⁴

⁴ Los nueve puntos de la cartera en operaciones de la Ley 26 de 1959 resultan porque, por interpretación de la Superintendencia Bancaria, el 15% de los depósitos que debe dirigirse a operaciones de la Ley 26 se calcula restando a estos el porcentaje del encaje y las inversiones en bonos ordenados por la Ley 90 de 1948. Como el encaje es del 35% y la inversión de la Ley 90 es del 5%, al restar este 40% del 100% queda 60%, al que se le aplica 15% dispuesto por la Ley 26 de 1959, y quedan así nueve puntos.

F. Por disposición también de la Ley 26 de 1959, cuando un banco no alcanza a conceder directamente créditos a su clientela de los ordenados en el artículo 30, el remanente que resulte entre estos y los nueve puntos de cartera, debe invertirse obligatoriamente por los bancos en los bonos denominados "Ley 26 de 1959". Estos documentos se emiten por la Caja Agraria con plazo de un año, devengan un interés del 4% anual y con su producto la Caja facilita préstamos al sector agropecuario.

G. Los diversos renglones que conforman los créditos al sector agropecuario ordenados por la Ley 26 de 1959, con sus plazos y el interés que se cobra sobre ellos, son los siguientes:

- a) Para cultivos de tardío rendimiento, tales como olivo, cacao, palmas oleaginosas, plantaciones de reforestación y pesca, hasta con diez años de plazo;
- b) Para cultivos intermedios como caña de azúcar, banano y plátano, siembras de pastos, construcción de cercas, bañaderas, saladeros, dormideros y corrales, hasta con tres años de plazo;
- c) Para cultivos de cosecha anual como maíz, frijol, cebada, trigo, papa, algodón, arroz, oleaginosas, tabaco, etc., y para limpieza de potreros, hasta con un año de plazo;
- d) Para la cría y la cría y levante conjuntos de ganado, hasta con siete años de plazo;
- e) Para ceba de ganado hasta con un año de plazo; y,
- f) Para el mejoramiento de praderas, cultivos de forrajes, dotación de aguas, titulación de mejoras destinadas a la ganadería en tierras baldías y mejoramiento de las tierras como desecación, drenaje, desmontes, acueductos, etc., hasta con seis años de plazo.

Las tasas de interés para las anteriores líneas de crédito son del 10% anual para créditos hasta con un año de plazo, tasa que se incrementa a razón de 0.5% anual por cada año de plazo adicional.

H. Los plazos a que generalmente se otorgan los otros préstamos que constituyen la cartera de fomento y el interés cobrado sobre ellos, son los siguientes:

- a) Descuento de almacenes generales de depósito, generalmente hasta 180 días de plazo e interés del 9% anual;
- b) Préstamos autorizados por el Decreto 384 de 1950, generalmente de uno a diez años de plazo e interés del 14% anual;
- c) Préstamos de crédito popular, generalmente de uno a cinco años e interés que fluctúa del 10% al 14% anual;
- d) Préstamos para vivienda empleados, generalmente a 15 años e interés que fluctúa entre el 2% y el 6% anual; y,
- e) Préstamos a fondos financieros, generalmente hasta de 180 días para el Fondo Financiero Agrario e interés del 13% anual y de uno a diez años, de plazo e interés que fluctúa entre el 14% y 16% anual para los fondos financiero industrial y urbano.

I. El valor de la cartera de fomento y su distribución por renglones a 30 de junio de 1969 y a 30 de junio de 1970, aparecen en el cuadro 8.2.

J. A más de la cartera de fomento, otro renglón importante de crédito de los bancos, a mediano plazo, está constituido por los préstamos del Fondo para Inversiones Privadas. Estos no forman parte de la *cartera de fomento*, se conceden por plazos que van de cinco a diez años con fondos provenientes de créditos externos y son redescontables por el ciento por ciento de su valor en el Banco de la República.

La cartera del FIP fue de \$ 765.7 millones en 1963 y de \$ 895.0 millones en 1969.

CUADRO 8.2 — PRINCIPALES RENGLONES QUE CONSTITUYEN
LA CARTERA DE FOMENTO EN JUNIO 30
(Millones de pesos)

	1969	1970
A. Operaciones de préstamo	2.746.9	2.863.7
1. Descuentos de bonos de almacenes generales	251.4	303.6
2. Préstamos del D. 384/50	400.5	445.1
3. Préstamos de L. 26/59	1.061.7	1.045.4
4. Préstamos de la L. 49/59 y D. 1790/60	661.4	615.7
5. Préstamos vivienda empleados D. 2239/51	177.1	182.6
6. Préstamos a fondos financieros (Agrario, Industrial, Des. Urbano)	177.0	201.2
7. Otros	77.8	20.1
B. Inversiones	543.9	601.0
1. Bonos L. 26/59	28.5	25.3
2. Acciones y bonos de corporaciones financieras	136.6	159.5
3. Bonos de I.C.T.	7.5	15.9
4. Bonos del Fondo Financiero Agrario	371.3	400.3
Total préstamos a inversiones	3.290.8	3.464.7
Exceso sobre el requerido total	903.8	893.2

Fuente: Superintendencia Bancaria. *Revista mensual*.

En conclusión, las cifras indicadas muestran cómo ha tenido éxito la política deliberada de las autoridades en los últimos veinte años, de inducir a la banca comercial a orientar parte muy considerable de sus recursos para propósitos de fomento y de su participación, por consiguiente, muy sustancial, en el suministro de crédito a mediano y largo plazo.

El cuadro 8.3 muestra la cartera de los bancos comerciales agrupada por plazos de vencimiento.

¿Es conveniente que la banca comercial juegue tan primordial papel en el financiamiento del crédito a mediano plazo?

¿Es sana la tendencia que ha tenido el país en los últimos años, de inducir a la banca para que destine parte considerable de sus recursos a préstamos diferentes a los comerciales a corto plazo?

¿Es excesiva dicha participación o todavía puede exigírsele más ingerencia en el mercado de dinero a mediano plazo?

Existen factores positivos para responder afirmativamente, como es el hecho de que a pesar de la actividad cada día mayor de los institutos especializados que tiene por función facilitar créditos a mediano plazo para fomento, como son la Caja Agraria y las corporaciones financieras, existe escasez de recursos que han venido siendo suplidos por la banca comercial en campos como los del crédito agrícola y pecuario, el crédito popular, los créditos de los fondos de desarrollo urbano e industrial y los créditos de desarrollo económico del Decreto 384 de 1950.

También existen factores negativos como son el de que al facilitar los bancos comerciales préstamos subsidiados para el fomento económico, se restan recursos o se hacen más gravosos, para sectores básicos del proceso productivo, como son los representados por el mercadeo y el crédito para capital de trabajo a industrias, que al no hallar fuentes de financiamiento disponibles dentro del sistema bancario porque una gran proporción de sus

CUADRO 8.3 – BANCOS COMERCIALES, CARTERA SEGUN PLAZO.
(Millones de pesos)

	Diciembre 31		Diferencia
	1968	1969	
Cartera de corto plazo	6.491.4	6.986.3	494.9
Deudores varios	3.292.3	4.417.0	1.124.7
Cartera de mediano plazo	1.503.8	1.685.5	181.7
Cartera de largo plazo	831.6	1.225.1	393.5
Total crédito	12.119.1	14.313.9	2.194.8

Fuente: Superintendencia Bancaria. *Revista mensual*.

recursos ha sido destinada al crédito de fomento, acuden al gravoso mercado extrabancario de dinero.

2. Inversiones forzosas en determinados documentos.

Además de la composición de la cartera, como elemento decisivo para analizar la actividad de los bancos comerciales en el mercado de dinero a mediano y largo plazo, es necesario considerar también las inversiones que estos establecimientos deben efectuar forzosamente en determinados documentos. En virtud de disposiciones legales o de la autoridad monetaria, se ha establecido la obligación de que los bancos comerciales suscriban y mantengan en sus activos bonos y otras obligaciones del gobierno nacional, Caja Agraria, Fondo Financiero Agrario, cédulas del Banco Central Hipotecario y acciones del Banco de la República.

Para una mejor comprensión de la composición de las inversiones forzosas, pueden distinguirse seis tipos de inversiones, así:

a) Artículo 25, Ley 90 de 1948: esta disposición obliga a los bancos comerciales que además de su encaje mantengan uno adicional equivalente al 5% de sus depósitos exigibles a la vista y antes de treinta días en bonos de la Caja Agraria de un vencimiento no mayor de seis meses y de un interés anual del 4%.

Estos bonos que vienen siendo suscritos y poseídos por todos los bancos comerciales en la cuantía expresada, se denominan “bonos agrarios de la clase L” y con su producto la Caja Agraria ensancha sus recursos propios para otorgar luego préstamos a la agricultura;

b) Artículos 30 y 35 de la Ley 26 de 1959: como se vio al explicar la composición de la cartera de los bancos, la Ley 26 de 1959 impuso a estos la obligación de destinar el equivalente al 15% de sus depósitos a la vista y a término en préstamos a mediano plazo para el fomento de la agricultura, la ganadería y la pesca. Dispone la misma ley que cuando un banco no alcance a otorgar directamente préstamos a su clientela por la cuantía dicha y en préstamos de esta índole, cumplirá con la obligación correspondiente si suscribe el remanente en bonos agrarios de la Caja Agraria.

Los mencionados bonos que se denomina de la “clase M o N” los emite esa entidad con plazo de un año, devengan un interés del 4% anual, e igualmente con su producto se robustecen los recursos ordinarios de la Caja Agraria que luego se destinan al otorgamiento de préstamos para el sector agropecuario;

c) Artículo 11, Ley 21 de 1963: en virtud de esta norma los bancos están obligados a destinar un 5% de sus depósitos exigibles a la vista y a término inferior a treinta días en la suscripción de bonos nacionales de deuda pública interna, con el objeto de dotar al gobierno de recursos para la financiación de planes de fomento económico y social.

Los citados bonos que han venido igualmente siendo suscritos y poseídos por los bancos en la cuantía mencionada, se denominan "bonos nacionales de deuda pública interna", devengan un interés del 8% anual y su plazo es de 15 años;

d) Resoluciones 23 de 1966 y 4 de 1967, de la Junta Monetaria: estas disposiciones establecieron que los bancos comerciales deberán destinar seis puntos de su cartera de fomento en la inversión de bonos de fomento agrario que son emitidos por el Banco de la República, causan intereses del 6% anual, y tienen un vencimiento de 180 días.

Con los recursos en cuestión, que han venido siendo suscritos en la cuantía estipulada por la banca comercial, se proveen los recursos indispensables para el funcionamiento del Fondo Financiero Agrario que facilita fondos para cultivos agrícolas de corto plazo;

e) Artículo 2o., numeral 8, Ley 82 de 1931: esta disposición había determinado que los bancos comerciales, para ser accionista del Banco de la República y, por consiguiente, gozar de las ventajas que para estos concedió la Ley 25 de 1923 y demás disposiciones orgánicas, especialmente en lo relacionado con la facultad de redescantar obligaciones en el Emisor, deben suscribir acciones de dicho establecimiento en cuantía equivalente a un 15% de las cuentas del capital pagado y reserva legal que los bancos exhibieran a 30 de junio de cada año.

Esta obligación vino siendo cumplida por todos los bancos hasta el año de 1969 cuando, por virtud de disposiciones de la Superintendencia Bancaria, se autorizó temporalmente a los bancos comerciales postergar dicha suscripción. Por resolución posterior de la misma Superintendencia, en 1970, y luego de la Junta Monetaria (Resolución 75-bis de 1970) se confirmó la suspensión temporal de esta inversión; y,

f) Otras inversiones forzosas. En virtud de disposiciones de orden fiscal (Ley 81 de 1960 y Decreto 2424 de 1965), los bancos comerciales han venido suscribiendo cédulas del Banco Central Hipotecario y documentos de deuda pública (bonos de vivienda y ahorro y de desarrollo económico) que son inversiones efectuadas por ellos en su calidad de contribuyentes al impuesto de renta y complementarios.

En los cuadros 8.4 y 8.5 se consignan las cifras referentes a las inversiones obligatorias de los bancos comerciales y de las cajas de ahorro a 31 de diciembre de 1968 y 1969. Estos datos atestiguan la gran importancia que tiene el sistema bancario comercial nacional en el mercado de estos valores. Sumaron estas inversiones obligatorias casi \$ 1.800 millones para la última de las fechas nombradas.

Convendría ahora comentar cada uno de los renglones que componen este capítulo de las inversiones forzosas y su evolución en el período diciembre de 1958 y diciembre de 1969:

1. Bonos agrarios "clase L", Ley 90 de 1948. Como esta inversión forzosa tiene como base el monto de las exigibilidades inmediatas de los bancos, es obvio que paulatinamente va creciendo al mismo ritmo del aumento de los depósitos. Y estos necesariamente se incrementan tanto por el proceso de devaluación monetaria, como por el aumento en la capitalización de los bancos y la participación cada vez mayor de los depósitos bancarios frente al total de los medios de pago.

Esta inversión alcanzó en 1969 a \$ 563 millones, frente a \$ 492 millones para diciembre de 1968, o sea una diferencia de \$ 71 millones, valor muy cuantioso en la financiación de la Caja Agraria. Esta inversión ha venido también a constituirse en un recurso permanente de capitalización de esa entidad y aunque los bonos se emiten con vencimiento de seis meses, en realidad constituyen un fondo permanente de financiamiento a largo plazo. Su interés, del 4%, viene a constituir un subsidio del sistema bancario al crédito agrícola.

2. Bonos agrarios "clase M o N", Ley 26 de 1959. Como se explicó antes, estos bonos son suscritos por los bancos en cuanto no alcancen a conceder directamente créditos de la Ley 26 de 1959 de valor mínimo del 15% de sus depósitos.

Es interesante notar cómo en el período 1968–1969 las inversiones de los bancos en esta clase de bonos descendieron de \$ 36 millones a \$ 23 millones, circunstancia debida a que el sistema bancario viene asumiendo directamente y en forma eficiente el otorgamiento de préstamos de la Ley 26 de 1959.

Es explicable que durante los años iniciales de vigencia de la Ley 26 de 1959, muchos bancos comerciales optaran por suscribir los bonos en lugar de conceder los préstamos, por inexperiencia en su relación con este tipo de clientela, o con esta clase de créditos. Pero es satisfactorio ver como, gradualmente, los bancos han asumido directamente esa tarea y han

CUADRO 8.4 – INVERSIONES OBLIGATORIAS DEL SISTEMA BANCARIO EN COLOMBIA
(Miles de pesos)

	Diciembre de 1968			Diciembre de 1969			Diferencia		
	Bancos comerciales ¹	Caja Colombiana de Ahorros	Total	Bancos comerciales ¹	Caja Colombiana de Ahorros	Total	Bancos comerciales ¹	Caja Colombiana de Ahorros	Total
Inversiones de la sección comercial	1.439.382	13.804	1.453.186	1.793.763	23.656	1.817.419	354.381	9.852	364.233
a) Agricultura y ganadería	689.245	—	689.245	955.754	—	955.754	266.509	—	266.509
Bonos agrarios clase L. Ley 90/48	491.601	—	491.601	562.831	—	562.831	71.230	—	71.230
Bonos agrarios clase M o N Ley 26/59	36.250	—	36.250	23.370	—	23.370	-12.880	—	-12.880
Bonos de fomento agrario R. 27/68	161.394	—	161.394	369.553	—	369.553	208.159	—	208.159
b) Gobierno	473.475	13.804	487.279	558.811	23.656	582.467	85.336	9.852	95.188
Bonos nacionales de deuda interna L. 21/63	468.434	13.508	481.942	554.735	23.508	578.243	86.301	10.000	96.301
Bonos desarrollo económico D. 2424/65	2.124	—	2.124	2.639	—	2.639	515	—	515
Bonos nacionales de previsión social L. 35/64	2.917	296	3.213	1.437	148	1.585	-1.480	-148	-1.628
Bonos nacionales consolidados	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bonos pro urbe	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bonos del Departamento de Caldas	—	—	—	—	—	—	—	—	—
c) Construcción	15.110	—	15.110	17.959	—	17.959	2.849	—	2.849
Cédulas del B. C. H. L. 81/60	12.912	—	12.912	15.680	—	15.680	2.768	—	2.768
Bonos de vivienda y ahorro L. 81/60	2.198	—	2.198	2.279	—	2.279	81	—	81
d) Instituciones financieras	261.552	—	261.552	261.239	—	261.239	-313	—	-313
Acciones del Banco de la República	261.552	—	261.552	261.239	—	261.239	-313	—	-313
Inversiones de la sección de ahorros	595.777	339.074	934.851	691.635	328.195	1.019.830	95.858	-10.879	84.979
a) Agricultura y ganadería	77.418	15.782	93.200	90.885	14.294	105.179	13.467	-1.488	11.979
Bonos agrarios D. 1691/60	1.710	—	1.710	3.390	—	3.390	1.680	—	1.680
Bonos agrarios L. 20/59	75.100	12.468	87.568	86.880	11.661	98.541	11.780	-807	10.973
Fincas para parcelar	608	3.314	3.922	615	2.633	3.248	7	-681	-674
b) Gobierno	74.753	82.028	156.781	87.046	77.791	164.837	12.293	-4.237	8.056
Bonos nacionales consolidados	1.209	47.087	48.296	2.592	42.200	44.792	1.383	-4.887	-3.504
Bonos de desarrollo económico	39.277	24.440	63.717	45.261	22.590	67.859	5.984	-1.850	4.142
Bonos entidades de derecho público	34.267	10.501	44.768	39.193	13.001	52.001	4.926	2.500	7.233
c) Construcción	368.443	241.264	609.707	431.967	236.110	668.077	63.524	-5.154	58.370
Cédulas del B. C. H.	180.541	220.664	401.205	212.917	216.160	429.077	32.376	-4.504	27.872
Bonos de vivienda y ahorro	183.572	20.600	204.172	214.431	19.950	234.381	30.859	-650	30.209
Bonos industriales del B. C. H.	4.330	—	4.330	4.619	—	4.619	289	—	289
d) Instituciones financieras	75.163	—	75.163	81.719	—	81.719	6.556	—	6.556
Bonos industriales de bancos	8.670	—	8.670	8.670	—	8.670	—	—	—
Bonos industriales de corp. financieras	66.493	—	66.493	73.001	—	73.001	6.508	—	6.508
Bonos industriales del IFI	—	—	—	48	—	48	48	—	48
Resumen									
a) Agricultura y ganadería	766.663	15.782	782.445	1.046.639	14.294	1.060.933	279.976	-1.488	279.488
b) Gobierno	548.228	95.832	644.060	645.857	101.447	747.304	97.629	5.615	103.244
c) Construcción	383.553	241.264	624.817	449.926	236.110	686.036	66.373	-5.154	61.219
d) Instituciones financieras	336.715	—	336.715	342.958	—	342.958	6.243	—	6.243
Total	2.035.159	352.878	2.388.037	2.485.380	351.851	2.837.231	450.221	-1.027	450.194

Fuente: Superintendencia Bancaria. *Revista Mensual*.

¹ Incluye el Banco Cafetero y la Caja de Ahorros del Círculo de Obreros.

CUADRO 8.5 — DESTINO DE LAS INVERSIONES OBLIGATORIAS
DEL SISTEMA BANCARIO Y CAJAS DE AHORRO
(Miles de pesos)

	Diciembre de 1968				Diciembre de 1969			
	Bancos comerciales ¹	%	Caja Colombiana de Ahorros	%	Bancos comerciales ¹	%	Caja Colombiana de Ahorros	%
Inversiones de la sección comercial								
Caja de Crédito Agrario	527.850.5	36.7	—	—	586.200.5	33.6	—	—
Fondo Financiero Agrario	161.393.5	11.2	—	—	369.553.0	21.1	—	—
Gobierno Nacional	473.474.0	32.9	13.804.1	100.0	557.810.3	31.9	23.656.1	100.0
Banco Central Hipotecario	12.912.4	0.8	—	—	15.680.0	.9	—	—
Instituto de Crédito Territorial	2.198.0	0.2	—	—	2.279.0	.1	—	—
Banco de la República	261.552.0	18.2	—	—	261.239.3	12.4	—	—
Total	1.439.380.4	100.0	13.804.1	100.0	1.792.762.1	100.0	23.656.1	100.0
Inversiones de la sección de ahorros								
Caja de Crédito Agrario	77.418.3	13.0	15.782.0	4.6	90.885.0	13.2	14.293.6	4.3
Gobierno Nacional	74.753.3	12.5	82.028.0	24.2	87.046.2	12.6	77.790.5	23.7
Banco Central Hipotecario	184.871.0	31.0	220.664.5	65.1	217.536.0	31.5	216.160.0	65.9
Instituto de Crédito Territorial	183.572.3	31.0	20.600.0	6.1	214.430.5	31.0	19.950.0	6.1
Bancos comerciales	8.670.0	1.4	—	—	8.670.0	1.2	—	—
Corporaciones financieras	66.493.0	11.1	—	—	73.048.0	10.5	—	—
Total	595.777.9	100.0	339.074.5	100.0	691.615.7	100.0	328.194.1	100.0
Inversiones de la sección comercial y de ahorros								
Caja de Crédito Agrario	605.268.8	29.8	15.782.0	4.5	677.085.5	27.8	14.293.6	4.0
Fondo Financiero Agrario	161.393.5	7.9	—	—	369.553.0	15.2	—	—
Gobierno Nacional	548.227.3	26.9	95.832.1	27.2	644.856.5	26.4	101.446.6	28.9
Banco Central Hipotecario	197.783.4	9.8	220.664.5	62.5	233.216.0	9.5	216.160.0	61.4
Instituto de Crédito Territorial	185.770.3	9.1	20.600.0	5.8	216.709.5	8.9	19.950.0	5.7
Banco de la República	261.552.0	12.8	—	—	216.239.3	8.9	—	—
Bancos comerciales	8.670.0	.4	—	—	8.670.0	0.3	—	—
Corporaciones financieras	66.493.0	3.3	—	—	73.048.0	3.0	—	—
Gran total	2.035.158.3	100.0	352.878.6	100.0	2.484.377.8	100.0	351.850.2	100.0

Fuente: Superintendencia Bancaria. *Revista mensual*.

¹ Incluye el Banco Cafetero y la Caja de Ahorros del Círculo de Obreros.

adquirido la experiencia que al principio les faltaba. Estos bonos, a diferencia de los de la Ley 90 de 1948, no son hoy un recurso de fondos para la Caja Agraria, sino, por el contrario, se vienen convirtiendo en un drenaje de su financiación.

3. Bonos nacionales de deuda pública interna (ley 21 de 1963). El mismo comentario que se hizo anteriormente sobre los bonos agrarios "clase L", puede hacerse sobre esta inversión obligatoria de los bancos, o sea que dado el incremento que gradualmente vienen mostrando los bancos en sus depósitos por multitud de razones, estos recursos vienen también mostrando crecimientos sucesivos anuales. Para el 31 de diciembre de 1969 la totalidad de los bonos emitidos y suscritos de esta categoría alcanzaron los \$ 555 millones y hubo nuevas suscripciones en ese mismo año por valor de \$ 86 millones. El valor de las nuevas suscripciones anuales se incluye en el presupuesto nacional y es, desde luego, por su cuantía, un recurso considerable de los gastos de inversión del gobierno. Por el hecho de que todas las perspectivas señalan que en una economía como la colombiana los depósitos del sistema bancario irán en constante aumento, la inversión obligatoria de los bancos en esta clase de bonos se convierte en un recurso permanente de financiación, difícil de abandonar por los gobiernos.

Es interesante señalar, no obstante, que el gobierno está autorizado por la ley que creó estos bonos, para reducir o suprimir esta inversión obligatoria, así como para establecer que estos papeles se computen en todo o en parte como encaje ordinario.

4. Bonos de fomento agrario (Resoluc. 23 de 1966 y 4 de 1967 de la Junta Monetaria). La suscripción obligatoria de estos papeles es correlativa al crecimiento de la cartera, pues los bancos están obligados a poseer este tipo de papeles en el equivalente a seis puntos de ella. Como paralelamente al crecimiento de los depósitos bancarios ocurre un crecimiento de la cartera, aun en condiciones de máxima estabilidad monetaria, es de presumir que esta inversión también continuará mostrando constante ascenso.

Para el 31 de diciembre de 1969 los bonos suscritos alcanzaron los \$ 370 millones con un crecimiento en el año de \$ 208 millones, el mayor observado en todo el capítulo de "Inversiones Forzosas". Este crecimiento inusitado obedeció a que en enero de 1969, mediante disposición de la Junta Monetaria, se elevó de tres a seis puntos la cartera de fomento que obligatoriamente debería invertirse en esta clase de papeles. Conviene indicar, de paso, que al establecerse el Fondo Financiero Agrario y constituirse los bonos de fomento agrario que lo alimentan, el primer incentivo que se dio a los bancos para que efectuaran esta inversión fue el de permitir que puntos del encaje computable pudieran estar representados en estos documentos. Más tarde la inversión se hizo prácticamente forzosa, por la decisión de qué puntos de la cartera de fomento tuvieran que ser exhibidos con estas inversiones.

Si bien es cierto que el plazo de estos papeles es corto, seis meses, el hecho de que la base para suscribirlos sea el de una cartera que va en constante crecimiento, y de que no haya solución de continuidad entre el vencimiento de unos bonos y la obligación de poseerlos en determinada cuantía, determinan que ellos se hayan convertido en una fuente de financiamiento permanente.

5. Acciones del Banco de la República (Ley 82 de 1931). Como se explicó atrás, desde 1969 está postergada la suscripción obligatoria de estos títulos por parte de los bancos comerciales. Hasta dicho año los bancos mostraban inversiones en estos documentos por valor de \$ 261 millones que permanecen en su poder hasta la fecha.

La decisión de la Superintendencia Bancaria y de la Junta Monetaria de postergar este tipo de inversión hasta nueva fecha y que, en la práctica consiste en una suspensión de su vigencia, es saludable por cuanto para la existencia de un banco central no es necesaria la suscripción de nuevo capital indefinidamente.

6. Otras inversiones. Por tratarse de que en este renglón se encuentran inversiones obligatorias que los bancos deben cumplir no por su propia índole de establecimiento de crédito, sino por ser contribuyente al impuesto de renta y complementarios, parece no ser necesario ningún comentario.

Al observar los cuadros 8.4, 8.5 y 8.6 y los distintos componentes de las inversiones forzosas, se aprecia que el volumen total de ellas que, como se dijo, alcanza los \$ 1.800 millones, supera ampliamente las inversiones de las cajas y secciones de ahorro (\$ 1.019 millones) así como de las demás instituciones financieras que están obligadas a invertir en determinados papeles (compañías de seguros, fondos de inversión, fondos mutuos, corporaciones financieras, capitalizadoras) y constituyen por tanto el mayor volumen de fondos que participa en la demanda de papeles redituables.

Se observa, también, la diversidad de tipos de interés que devengan los bancos con sus inversiones y que van desde el 4% de los bonos agrarios de la "clase L" hasta el 8% de los bonos nacionales de deuda pública interna. Esta diversidad de tipos de interés se hace aún más patente si se considera que en las inversiones de las secciones de ahorro de la misma banca comercial existen inversiones forzosas como los bonos de desarrollo económico y las cédulas del Banco Central Hipotecario, cuyo interés supera el 11%.

En el cuadro 8.6 figura el rendimiento anual de las inversiones obligatorias tanto para la sección comercial de los bancos como para sus secciones de ahorros. Dos consideraciones iniciales surgen de estos datos. En primer término cómo los tipos de interés fijados en 1948

CUADRO 8.6 — BANCOS COMERCIALES¹ Y CAJAS DE AHORRO
Tasa de rendimiento anual de las inversiones obligatorias
(Miles de pesos)

Inversiones obligatorias	Valor real promedio invertido ²	Tasa real de interés	Valor de los ingresos
Bonos agrarios clase "L" Ley 90/48	541.891	4.0	21.676
Bonos agrarios clase "N" Ley 26/59	27.129	4.0	10.852
Bonos nacionales de previsión social. Ley 35/64	2.161	—	—
Bonos nacionales deuda interna. Ley 21/63	529.368	8.0	42.349
Bonos FFA Resolución 17/68 Junta Monetaria	303.164	6.0	18.190
Bonos de desarrollo económico Decreto 2424/65	—	—	—
Cédulas del Banco Central Hipotecario. Ley 81/60	14.636	5.0	732
Bonos de vivienda y ahorro Ley 81/60	2.256	6.0	135
Acciones del Banco de la República	257.974	8.0	20.638
Sección de ahorros			
Decreto 1691. de 1960:			
Cédulas del Banco Central Hipotecario	419.601	8.91 ³	37.386
Bonos de vivienda y ahorro	223.299	6.0	13.398
Bonos nacionales consolidados	47.067	5.0	2.353
Bonos de desarrollo económico	66.091	11.2	7.402
Bonos industriales del Banco Central Hipotecario	5.196	7.5	390
Bonos industriales de otros bancos	9.456	9.5	898
Bonos industriales corporaciones financieras	68.726	10.5	7.216
Bonos agrarios	2.609	6.0	166
Bonos entidades de derecho público	46.625	9.0	4.196
Ley 20 de 1959 y Decreto 1074 de 1964:			
Bonos agrarios clases "F" o "G"	93.657	6.0	5.619
Fincas para parcelar	3.481	8.0	278
Tasas de rendimiento de las inversiones obligatorias	2.664.387	7.28	193.874
Encaje sobre depósitos de ahorros (3%)	64.497	—	—
Fondos de ahorro de libre utilización	1.099.604	11.5	127.554
Tasa promedio de las inversiones de ahorros ⁴	2.149.909	9.6	206.856

Fuente: Superintendencia Bancaria. *Revista mensual*.

¹ Excluye el Banco Popular

² Promedio mensual del año 1969.

³ Tasa promedio.

⁴ Promedio mensual de los depósitos de ahorro en 1969 \$2.149.909

(Ley 90), o en 1963 (Ley 21), quedaron atrás de los tipos de interés hoy vigentes y, en segundo lugar, de cómo el interés promedio que perciben por sus inversiones forzosas los bancos comerciales, constituye un interés de subsidio de unos sectores a otros (comercio e industria a gobierno, agricultura y ganadería). Por la base que se toma para calcular estas inversiones forzosas y por su permanencia consagrada en leyes, recursos de la banca comercial que son captados a plazo corto, vienen a constituirse en formas de financiamiento permanente a largo plazo, con sus consecuencias perjudiciales como acicate de procesos de generación de dinero, por cuanto al sustraer recursos para estos propósitos de inversión forzosa, es necesario facilitar, a través del mecanismo de redescuento, fondos frescos.

Finalmente convendría anotar que las inversiones forzosas de los bancos no son propiamente participación de los bancos en un mercado organizado de capitales. Los documentos

en que ellos deben invertir tales recursos no tienen movilidad. Su precio, plazo e interés es rígido; pudiera decirse que no son papeles negociables y no hay mercado para ellos.

¿Conviene que subsista una situación de esta naturaleza? ¿Es posible mejorar la estructura de las inversiones forzosas? ¿Es susceptible de perfeccionamiento la participación de los bancos en el mercado de capitales?

Uno de los temas que convendría estudiar sería el de si es factible conformar un mercado de dinero a corto plazo, constituido por letras de tesorería, por ejemplo, con suficiente movilidad y con intervención de las autoridades monetarias, que pudiera servir de instrumento de regulación de la liquidez total de la economía.

Se piensa en operaciones del mercado abierto, con activa participación de la banca comercial, que permita el ejercicio de otro tipo de instrumento de control monetario diferente al encaje, instrumento al que ha venido recurriéndose casi con exclusividad para dirigir la política monetaria en los últimos años.

3. *Inversiones voluntarias de los bancos.*

El principio general de la legislación colombiana en materia de bancos y que corresponde al principio universal aceptado por casi todas las legislaciones, es el de que la banca no debe distraer sus actividades en la inversión en acciones o bonos de otras empresas. La norma es el ordinal 8o., artículo 86, Ley 45 de 1923, en donde se expresa que “ningún establecimiento bancario podrá comprar o poseer productos, mercancías, semovientes, acciones de otras corporaciones financieras o bonos de renta (*income bonds*) u otras seguridades semejantes, salvo que tales bienes muebles o seguridades hayan sido recibidos por él en garantía de prestamo o para asegurar los que hayan hecho previamente de buena fe. . .”

Pero este principio general tiene algunas excepciones que han sido consagradas por disposiciones legales posteriores. En cuanto a acciones, son tres principales:

- a) El Decreto 356 de 1957, artículo 3o., permite que los bancos puedan poseer hasta el 10% de su capital pagado y reserva legal en acciones de almacenes generales de depósito;
- b) El Decreto 2369 de 1960, artículo 13, permite que los bancos comerciales puedan adquirir y conservar acciones de las corporaciones financieras por valor que no exceda el 10% de su capital pagado y fondo de reserva legal y en proporción no superior al 50% de las acciones de la respectiva corporación; y,
- c) El Decreto 1132 de 1953, artículo 6o., permite a los bancos comerciales suscribir y poseer acciones de bancos hipotecarios igualmente hasta un 10% de su capital y reserva legal.

En cuanto a la posesión de bonos u otras obligaciones que devenguen intereses, el principio vigente desde 1923, Ley 45, es el de que los establecimientos bancarios pueden “comprar, poseer y vender” esta clase de documentos cuando son “expedidos por el gobierno nacional o por gobiernos extranjeros, por compañías ferroviarias e industriales”. Y agrega la respectiva norma, artículo 85, ordinal 8o., que “ningún banco comercial invertirá más del 10% de su capital pagado y reserva en bonos de cualquier gobierno o compañía, salvo los emitidos por el gobierno nacional”.

Por consiguiente, en materia de bonos, para los distintos a los emitidos por el gobierno, que pueden ser poseídos en exceso del 10% del capital pagado y reserva legal, los bancos tienen este límite para los que, en la redacción ya anacrónica de la Ley 45 de 1923, sean expedidos por gobiernos extranjeros o por compañías ferroviarias o industriales.

En el cuadro 8.7 aparecen agrupadas las diferentes inversiones voluntarias de los bancos comerciales y que alcanza la considerable cifra de \$ 434 millones, para el 31 de diciembre de 1969.

CUADRO 8.7 – INVERSIONES VOLUNTARIAS BANCOS COMERCIALES
(Pesos)

Voluntarias	Diciembre 1968	Diciembre 1969	Diferencia
Documentos deuda pública nacional	13.067.349	22.351.637	9.284.288
Documentos deuda pública departamental	1.031.136	1.188.386	157.250
Documentos deuda pública municipal	2.977.035	2.942.580	34.455
Documentos entidades privadas, bonos y pagarés	64.685	79.683	14.998
Acciones Banco Central Hipotecario	16.916.850	17.033.525	116.675
Acciones Banco Ganadero	—	—	—
Acciones Banco República Clase "D"	72.541	30.056	-42.485
Acciones almacenes generales de depósito	104.998.343	138.645.874	33.647.531
Acciones Caja de Crédito Agrario	—	—	—
Acciones corporaciones financieras	132.069.148	165.571.153	33.502.005
Acciones bonos cooperativas, clubes, colegios, etc.	26.140.739	10.583.999	-15.556.740
Acciones Industria Colombiana de Fertilizantes	—	—	—
Acciones Paz del Río	3.229.590	3.215.507	14.083
Bonos almacenes generales de depósito de redesbanco	—	—	—
Bonos Banco Internacional BIRF	1.500.000	1.500.000	—
Bonos industriales Banco Central Hipotecario y Decreto 1564/55	1.380	920	-460
Bonos industriales corporaciones financieras	10.452.920	7.017.608	3.435.312
Bonos vivienda, ahorro e inversiones de fomento. Resolución 30/64	7.860.000	12.454.800	4.594.800
Cédulas hipotecarias no computables. Sección de Ahorro	16.901.508	3.773.310	13.128.198
Pagarés deuda externa	—	—	—
Pagarés deuda interna	—	—	—
Cédulas hipotecarias, inversiones de fomento Resolución 22/63	3.467.606	11.353.310	7.885.704
Otros valores	11.371.795	36.250.763	24.878.968
Subtotal	352.122.625	433.993.111	81.870.486
Voluntarias del encaje			
Cédulas Banco Central Hipotecario	—	—	—
Bonos agrarios clase "K"	3.540.000	3.660.000	120.000
Energía eléctrica	61.957.000	69.578.000	7.621.000
Instituto de Crédito Territorial	13.808.359	28.530.932	14.722.573
Documentos nacionales. Deuda pública	165.803.000	355.000	-165.448.000
Bonos Fondo Financiero Agrario	7.949.000	—	-7.949.000
Subtotal	253.057.359	102.123.932	-150.933.427
Total	605.179.984	536.117.043	-69.062.941

Fuente: Superintendencia Bancaria. *Revista mensual*.4. *Inversiones de puntos de encaje.*

A más de las inversiones forzosas y de las voluntarias ya explicadas, existe finalmente otro tipo de participación de los bancos en el mercado de documentos de deuda y es el de que por disposición de las autoridades monetarias, se ha permitido que puntos del encaje pueden estar representados en la suscripción de algunos papeles. Los bancos poseían bonos agrarios de la "clase K", de Energía Eléctrica de Bogotá, del Instituto de Crédito Territorial documentos nacionales de deuda pública y bonos del Fondo Financiero Agrario, por cuantía de \$ 102 millones y según discriminación que aparece en el cuadro 8.7, a 31 de diciembre de 1969.

CUADRO 8.8 – DEPOSITOS DE AHORRO

Diciembre	Caja Col. de Ahorros	Incremento porcentual anual	Bancos comerciales ¹	Incremento porcentual anual	Banco Popular	Incremento porcentual anual	Caja de Ahorros del Círculo de Obreros	Incremento porcentual anual
1962	468.9	13.7	307.1	22.4	70.6	21.7	30.0	12.8
1963	581.5	24.0	355.1	15.6	77.7	10.0	33.1	10.3
1964	680.5	17.0	410.0	15.4	86.5	11.3	37.1	12.1
1965	734.8	8.0	472.0	15.1	150.8	74.3	39.4	6.2
1966	865.7	17.8	572.8	21.4	220.5	46.2	46.2	17.3
1967	941.9	8.8	683.0	19.2	312.8	41.9	51.9	12.3
1968	1.137.2	20.7	829.6	21.5	341.1	9.0	59.2	14.1
1969	1.342.1	18.0	978.9	18.0	325.2	-4.7	70.0	18.3

Fuente: *Revista del Banco de la República*.

¹Bancos de Bogotá, Cafetero, Colombia, Comercio, Estado, First National City Bank, Industrial Colombiano, Londres, Occidente, of America y Sabana.

Con posterioridad a esa fecha dictaron normas que extinguieron la facultad de invertir puntos del encaje en estos documentos y para la fecha, únicamente, ha quedado la posibilidad de que los bancos puedan invertir hasta un punto de su encaje en bonos del Instituto de Crédito Territorial.

Para resumir, la intervención de los bancos comerciales en el mercado de dinero a mediano y largo plazo, está representada en los siguientes renglones:

- a) Distribución de su cartera;
- b) Inversiones forzosas;
- c) Inversiones voluntarias; y,
- d) Inversiones de puntos de encaje.

II. Cajas y secciones de ahorro de los bancos comerciales y su intervención en el mercado de dinero a corto, mediano y largo plazo.

Actualmente en Colombia doce bancos comerciales están autorizados para tener sección de ahorros; la Caja Agraria tiene una sección de ahorros, Caja Colombiana de Ahorros, que constituye la entidad más fuerte de este sector. Y existe también una institución particular, por fuera del sistema bancario, que cumple funciones de caja de ahorro, que es la Caja de Ahorros del Círculo de Obreros.

Como lo define el artículo 112, Ley 45 de 1923, la función de estos establecimientos es la de "recoger las pequeñas economías de la colectividad e invertir las en obligaciones con interés".

Los depósitos de ahorro alcanzaron en diciembre de 1969 a \$ 2.716 millones y su distribución por entidades, así como su crecimiento relativo en los últimos años, aparece en el cuadro 8.8. El cliente de las cajas de ahorro en Colombia es generalmente la persona de ingresos relativamente bajos, que acude a estas entidades en busca de seguridad para sus fondos y con el incentivo de percibir por ellos un módico interés, que ha venido siendo desde 1963 del 4% anual sobre saldos mínimos trimestrales.

Es un cliente distinto al de los bancos. Este último va a estas instituciones con el incentivo de tener capacidad de expedir órdenes de pago por medio de cheques y establecer relaciones que le permiten gozar de obtención de créditos y de otros servicios que ellos prestan como la

transferencia de fondos, concesión de garantías, cartas de crédito, etc. El pequeño ahorrador sólo tiene la seguridad de que puede retirar sus fondos en cualquier momento y de obtener un pequeño interés.

Con los recursos captados del público por las cajas de ahorro, ellas deben hacer las inversiones obligatorias que fija la ley, Decreto 1691 de 1960, así:

- a) 25% en cédulas del Banco Central Hipotecario, documentos que tienen un interés del 9.5% anual, pero que como su valor efectivo de compra y venta es del 86%, alcanzan el interés real de 11.05%. Debe aclararse que hasta 1967 los intereses de estas cédulas eran del 7.5% anual que existen muchas de estas últimas en poder de las cajas de ahorro;
- b) 22% en bonos de vivienda y ahorro del Instituto de Crédito Territorial. Estos documentos se adquieren y amortizan a la par, su plazo es de treinta años y su interés del 6% anual;
- c) 10% en bonos agrarios de la Ley 20 de 1959 o en otras de las inversiones y financiaciones ordenadas por la misma y por el Decreto 1676 de 1964 en parcelaciones voluntarias.

Según lo dispuesto en la Ley 20 de 1959, la Caja Colombiana de Ahorros de la Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero, y las cajas y secciones de ahorro de los bancos establecidos o que se establezcan en el país deben invertir el 10% de sus depósitos de ahorro en la ejecución de programas de parcelación de tierras.

Las cajas y secciones de ahorro particulares pueden invertir el 10% mencionado, si lo prefieren, en bonos de la Caja de Crédito Agrario o en préstamos con interés del 6% anual y con un plazo hasta de diez años a los institutos oficiales o semioficiales que incluyen entre sus actividades la realización de parcelaciones y colonizaciones.

Para que las cajas y secciones de ahorro puedan cumplir la inversión del 10% en mención, la Caja Agraria, por esta misma ley, fue autorizada para emitir bonos agrarios con interés hasta del 6% anual y con plazo hasta de diez años.

En la fecha, el Banco Cafetero es la única entidad con inversiones directas en programas de parcelación. El resto de las entidades de crédito con sección de ahorro invierten en bonos de la Caja Agraria;

- d) 10% en obligaciones a interés de la nación o garantizadas por ella y en obligaciones a interés de los departamentos, intendencias, comisarías y distritos de la república. Generalmente las cajas de ahorro vienen cumpliendo esta inversión con la compra de bonos de desarrollo económico y de obligaciones de entidades de derecho público;
- e) 10% a opción, en bonos agrarios y en bonos industriales del IFI, corporaciones financieras o bancos;
- f) 3% en dinero efectivo (encaje monetario).

Suman las inversiones obligatorias anteriores un 80% del total. El 20% restante es llamado de libre disposición, pero en realidad no hay libertad de escogencia sobre las inversiones que con estos recursos pueden hacer las cajas. Porque las operaciones tienen que encontrarse entre las autorizadas por el artículo 118 de la Ley 45 de 1923, o ser préstamos hasta con cinco años de plazo, con destino a obras de fomento económico de que trata el Decreto 384 de 1950.

Las operaciones autorizadas por el artículo 118 son, en general, inversiones en bonos, pagarés y obligaciones gubernamentales, de empresas industriales, de gobiernos extranjeros, de cédulas hipotecarias y en pagarés, giros y letras de cambio de las clases admisibles para redescuento en el Banco de la República.

En el cuadro 8.6 aparece el valor real promedio invertido de las cajas y secciones de ahorro, la tasa efectiva de interés que con ellas se percibe y el valor de los ingresos en 1969.

Varias conclusiones surgen al examinar el cuadro de inversiones obligatorias de las cajas y secciones de ahorro. En primer término, la gran variación del tipo de interés en los distintos documentos y que va desde un mínimo del 5% anual para los bonos nacionales consolidados, hasta el 11.2% para los bonos de desarrollo económico. En segundo lugar, el muy bajo interés que en su conjunto estas inversiones reditúan, apenas el 9.6%, que es notoriamente inferior al tipo de interés prevaleciente en el mercado. Estas dos circunstancias implican que los pequeños ahorradores están subsidiando con sus fondos, en la actualidad, al gobierno, la construcción urbana, la agricultura, la ganadería y la industria y que se dificulta elevar el tipo de interés que reciben los clientes de las cajas de ahorro sobre los fondos depositados, hoy del 4%, menor inclusive que la tasa histórica de desvalorización monetaria. Esta congelación de un tipo de interés bajo para los ahorristas, a más de ser socialmente injusta, no atrae al ahorrador pequeño medianamente culto o que tenga conocimientos rudimentarios de las cuestiones económicas, en perjuicio de la captación total del ahorro por la comunidad.

Carecen además estas inversiones forzosas de flexibilidad y así, eventualmente, pueden existir sectores que estén ampliamente financiados y continúan recibiendo el aporte de suscripciones por las cajas de ahorros.

Estos hechos determinaron que esté presentado a consideración del Parlamento un proyecto de ley para que sea la autoridad monetaria quien fije y varíe el régimen de las inversiones de las cajas y secciones de ahorro.

Capítulo 9

LA ECONOMIA DEL SEGURO EN EL PROCESO DE DESARROLLO ECONOMICO

Por CAMILO PIESCHACON V.

I. Introducción.

La institución económico-social del seguro, ya sea privado o estatal, debe su origen, impulso inicial y desarrollo posterior en todas las economías del mundo, a los peligros que amenazan tanto a la vida y salud del hombre, como a sus organizaciones industriales, financieras, sociales, planes económicos y sociales.

De acuerdo con una ley constitutiva y estructural de la naturaleza, tanto el ser orgánico como inorgánico, el individual como el social, el económico como el técnico, buscan la mejor posibilidad de desarrollo en la realidad, centro de una serie de fuerzas constructivas y destructivas, motores y cohibitivas, es decir, antagónicas y opuestas entre sí. Todo ser se encuentra en el momento de su madurez en un equilibrio inestable de estas fuerzas divergentes, el cual garantiza su perfeccionamiento, mientras que en los períodos anteriores o posteriores a ella tienen prelación las fuerzas constructivas sobre las destructivas, las tendencias positivas sobre las negativas, o viceversa.

No obstante, en muchas ocasiones sólo descubrimos la parte negativa, destructiva, de esta polaridad cuando se ha producido el desequilibrio, la disonancia entre las fuerzas contrarias.

Además de estos peligros estructurales, nos encontramos a diario frente a una serie de peligros culturales y de civilización, creados por el mismo hombre cuando éste ha intervenido en el orden constitutivo de las fuerzas polares, en el convencimiento y con la intención de poder encaminar en una forma más adecuada su destino. Muchos de los peligros que se nos presentan en la vida cotidiana constituyen simplemente el resultado de una degeneración de nuestra vida, engendrada consciente o inconscientemente por el hombre al perturbar la armonía vital y natural.

Sin ignorar las ventajas y beneficios que nos han traído consigo los inventos e innovaciones tecnológicas, no podemos pasar por alto el número creciente de nuevos riesgos que

Notas: 1. Las recomendaciones y puntos de vista técnicos expresados en este estudio son estrictamente personales y, por lo tanto, no se identifican o comprometen la Institución en que presta sus servicios el autor.

2. Los cuadros estadísticos fueron elaborados con la gentil colaboración del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República, muy especialmente con la del doctor Francisco Pieschacón, por lo cual queremos expresar nuestros agradecimientos.

ellos han engendrado, a los cuales debemos hacerles frente y los cuales amenazan al hombre, a sus organizaciones económicas y sociales y a sus proyecciones futuras.

La estructura inestable de nuestro ser vital no ha podido ser conjurada ni eliminada por el desarrollo técnico; los peligros inherentes a nuestra existencia permanecen inalterables. Un regreso hacia la naturaleza, un paso hacia atrás, en otras palabras, una *primitivización* de nuestra vida y costumbres modernas, sería rechazada categóricamente por todos nosotros, exceptuando algunos ascetas. La única solución es hacerle frente a dicha evolución y a sus consecuencias sociales y económicas, tratando de aminorar, evitar o compensar los riesgos. Esto sucede, precisamente, a través de la institución socio-económica del seguro, ya sea privado o estatal, individual o social.

No es raro, pues, observar que las diferentes ramas de los seguros han respondido a este reto de nuestra civilización experimentando un incremento cuantitativo y cualitativo. Frente a los crecientes peligros encontramos una oferta y una demanda crecientes de protección. Tanto los peligros estructurales como culturales o civilizatorios amenazan continuamente al hombre y a los escasos recursos materiales que posee para satisfacer sus necesidades ilimitadas, es decir, a nuestros medios de producción. Por tratarse de bienes económicos y, por ende, escasos con relación a nuestras necesidades, debemos emplearlos de acuerdo con el principio racional de la economía. Para aplicar este principio, o sea, para obtener a corto o largo plazo el mayor beneficio posible, elaboramos, como economistas, aunque muchas veces sea sólo mentalmente, un plan económico. Todo plan supone, pues, la existencia de una cantidad o suma determinada de recursos escasos, los cuales representa expectativas. Al finalizar el período económico del plan podemos percatarnos si las expectativas, los datos del plan, correspondieron o no a los datos reales obtenidos. Ante la dificultad e imposibilidad de leer el futuro, la experiencia nos enseña que en la mayoría de los casos se presenta una desviación más o menos considerable, ya sea positiva o negativa. Las desviaciones negativas, ocasionadas generalmente por la ocurrencia de riesgos, perjudican la administración económica, aumentando el grado de inseguridad. El riesgo, pues, constituye un factor perturbante de toda actividad económica. Aunque en cierto grado es posible eludirlo, prevenirlo o limitarlo, la experiencia ha demostrado que la forma más racional de hacerle frente es traspasándolo a otra economía; a la economía del seguro.

Aunque en cualquier actividad económica no es posible eludir por completo los riesgos, sí es factible evitar ciertas fuentes de pérdida, renunciando, por ejemplo a desarrollar actividades o efectuar inversiones en sectores muy peligrosos. Lógicamente un mandato estricto de eludir el riesgo significaría un renunciamiento a mejorar nuestra técnica y cultura y paralizaría el desarrollo económico de un país, porque según lo demostró el conocido economista austríaco Schumpeter, en su teoría sobre el desarrollo económico formulada en 1912, son los empresarios dinámicos, los emprendedores, los principales motores del desarrollo. Gracias a ellos, el proceso innovador se institucionaliza, cabalmente, radica aquí una de las principales funciones microeconómicas del seguro; al compensar los riesgos a través de una comunidad creada expresamente para ello, permite el desarrollo de nuevas técnicas y procesos de producción, aunque ellos sean muy azarosos.

II. Importancia económica del seguro.

Para poder comprender mejor las funciones que cumple el seguro en una economía moderna y en el proceso de desarrollo, es necesario considerar sus efectos micro y macroeconómicos. Por consiguiente, es indispensable analizar sus efectos sobre la rentabilidad, tanto de las economías familiares como industriales, así como sobre la productividad de la economía nacional y mundial.

Debido a que el seguro es una economía de prestación de servicios porque no produce bienes materiales tangibles o reales, sino protección, seguridad documentada, su importancia económica se traduce mejor en sus efectos indirectos, en las consecuencias que se presentarían si él no existiese. La economía del seguro presta sus servicios tanto a la esfera de la producción como a la del consumo, a la de la circulación y la distribución, a la economía monetaria y crediticia.

La función primordial del seguro radica, pues, en la cobertura de los riesgos, función que trae consigo una derivativa, o sea, la de la acumulación de capital. Aunque la idea del seguro y sus primeros pasos se remontan a los mismos orígenes de la humanidad, el sistema actual y racional de explotación del seguro abarca apenas un período de casi 3 siglos. Para ello fue necesario el desarrollo del cálculo de probabilidades y de la llamada Ley de los Grandes Números, con el fin de hacer tasables los diferentes riesgos y poder determinar, más o menos exactamente, el costo del seguro.

Mediante la asociación voluntaria o tácita de innumerables personas y economías domésticas amenazadas por el mismo peligro, se logró una compensación racional y eficiente del riesgo y, al mismo tiempo, su transformación a través de la institución del seguro.

Aunque es cierto que el empresario capitalista, en la época de la revolución industrial, se lanzaba a efectuar inversiones sin considerar demasiado los posibles peligros a que ellas estaban sujetas, también es cierto que el empresario moderno sobrepesa, en sus cálculos de inversión, los diferentes riesgos y trata de encontrar, por lo menos, cierta compensación entre ellos; a ello se debe que la industria aseguradora se encuentre también íntimamente ligada a cualquier actividad económica y que su desarrollo sano fomente la actividad inversionista y, por lo tanto el desarrollo económico, más aún si tenemos en cuenta que el proceso de urbanización y de tecnificación en todo el mundo ha traído consigo una acumulación considerable de peligros y la necesidad de efectuar grandes inversiones de capital, tanto en la investigación como en la puesta en marcha de nuevos procesos tecnológicos.

1. *Funciones microeconómicas del seguro.*

Gracias a las bases racionales de la técnica actuarial, el seguro cumple varias funciones microeconómicas; entre ellas podemos resaltar las siguientes:

A. **Aceptación por parte del asegurador de riesgos limitados y bien definidos.**

El traspaso de los riesgos de la economía del asegurado a la del asegurador, libera el primero de la continua y paralizadora preocupación de perder su existencia económica en cualquier momento, a causa de la realización de los peligros económicos que lo amenazan constantemente. Dicha preocupación será intensa, si el asegurado no ha podido formar todavía una reserva de contingencia necesaria para satisfacer las pérdidas. Mediante el seguro es posible excluir, en gran parte, la inestabilidad de todo ente económico, pudiendo el asegurado dedicar todas sus energías, libre de preocupaciones, a otras actividades más productivas. La protección del seguro es, pues, especialmente importante para aquellas microeconomías jóvenes, las cuales todavía no están en capacidad de reunir por sí mismas los recursos necesarios para compensar los siniestros eventuales.

B. **Los costos del seguro son menores que los recursos necesarios para formar una reserva compensatoria.**

Una economía individual que desee renunciar al seguro se verá en la obligación de formar, desde un principio, una reserva para obtener la compensación de las pérdidas. Dicha suma deberá ser formada lo más rápido posible y no podría ser empleada como capital de trabajo pues debe ser líquida. Prácticamente es necesario constituir una reserva igual al

valor del capital fijo y variable de una empresa. Debido a que este capital, por razones de liquidez, solamente puede ser colocado a los bajos tipos de interés del mercado monetario, o sea, el de recursos a corto plazo, los escasos réditos disminuirán considerablemente la rentabilidad de la empresa. Los costos para la formación de una reserva necesaria de contingencia y la limitada aplicación de tales recursos, representan para la empresa cargas mucho más onerosas que la prima de seguro, es decir, el costo promedio de los siniestros y de los gastos de administración. Por otra parte y debido a que la probabilidad de siniestro es siempre menor que la unidad en los riesgos asegurados, porque el siniestro asegurado no ocurre con certeza en caso particular, es obvio que la prima de seguro es mucho menor que los aportes necesarios para formar una reserva de contingencia.

- C. El asegurado puede obtener crédito más fácilmente y bajo condiciones más favorables así como encontrar nuevos socios capitalistas.

La elevación tácita de la tasa de interés neta con el valor de la prima de riesgo solicitada por el prestamista, se reduce a la prima de seguro cuando el riesgo está asegurado. Las empresas amparadas por el seguro encuentran más fácilmente socios capitalistas dispuestos a participar en ella. La financiación de capital crediticio o de participación se hace más fácil. Considerando la importancia que reviste el crédito para cualquier actividad económica, no es difícil deducir los efectos favorables del seguro en este aspecto, al permitir una satisfacción más rápida y económica de las necesidades de capital de una empresa. En la vida económica se nos presentan multitud de ocasiones, en las cuales solamente es posible obtener crédito si los riesgos correspondientes están cubiertos por una póliza de seguro.

- D. La celebración de un contrato de seguro por cuenta ajena puede ser provechosa para posición competitiva de una microeconomía.

Este es el caso del seguro para suscriptores, el seguro de las lavanderías, el seguro de pensiones, etc. El seguro puede emplearse, pues, para obtener una ventaja competitiva frente a la concurrencia, ya sea con relación al mercado de bienes de consumo o de capital, favorable para el proceso innovador y el nivel de precios.

2. *Funciones macroeconómicas del seguro.*

Desde el punto de vista microeconómico, el seguro elimina las pérdidas ocasionadas por la inseguridad inherente a nuestra existencia económica. Considerando esta institución bajo el ángulo macroeconómico observamos que las pérdidas no son suprimidas, habiéndose logrado únicamente una distribución de ellas, ya sea en el plano nacional o internacional, mediante el reaseguro. El seguro cumple, sin embargo, varias funciones macroeconómicas que analizaremos brevemente a continuación.

- A. El seguro disminuye y atenúa los siniestros.

Las cláusulas limitativas, las estipulaciones sobre los deberes de los asegurados, etc., contenidas en las pólizas de seguro, así como las revisiones periódicas exigidas por las aseguradoras, impiden, en cierto modo, que se presente un mayor número de siniestros. Por otra parte, las investigaciones y pesquisas que efectúan los aseguradores antes de liquidar los siniestros, aumentan los conocimientos generales para combatir en el futuro más eficazmente los riesgos; ayudan a descubrir posibles dolos y apoyan en esta forma a las instituciones oficiales de seguridad. El servicio de salud, los exámenes periódicos de las instituciones del seguro social y privado, contribuyen a aumentar el bienestar corporal de sus asegurados y su esperanza de vida, descubriendo enfermedades ocultas. No hay que olvidar las medidas tendientes a la rehabilitación, conservación de la salud y la actividad productiva que ofrece el seguro social de enfermedad.

El seguro detiene, en parte, a aquellas personas que por envidia, maldad, hostilidad o perversidad desean hacerle, premeditadamente, un daño a su prójimo. Si la persona que desea ocasionarle un daño a otra, sabe que su patrimonio está asegurado, se abstendrá en muchos casos de ello, porque el seguro evitará que el mal logre los fines perseguidos. Por otra parte, al indemnizar oportunamente, el seguro evita que los daños aumenten en dimensión y se produzcan pérdidas adicionales. Las indemnizaciones en caso de enfermedad impiden que ésta se agrave y con ello un perjuicio mayor o la muerte.

B. El seguro disminuye el riesgo que debe soportar una economía individual aún en actividades arriesgadas.

Al reducir en esta forma el tipo subjetivo de interés empleado en los cálculos de rentabilidad e inversiones, aumenta la tendencia de una empresa para invertir sus recursos en antiguas o nuevas actividades productivas. Debido a que una modificación, especialmente su reducción, de la tasa de interés para operaciones a largo plazo solamente ejerce un influjo apreciable en las inversiones con un riesgo reducido y, con ello, en las disposiciones de la empresa, la aceptación de los riesgos por parte del seguro contribuye eficazmente a aumentar la propensión inversionista de la industria. La iniciación en la producción de un determinado producto o el transporte de muchas mercancías depende, en muchas ocasiones, de haberse o no encontrado un amparo adecuado para los riesgos. Keynes estableció en su teoría sobre la liquidez, además del *motivo transacción* y el *motivo especulación*, el *motivo precaución*. El seguro disminuye el *motivo precaución* liberando y poniendo a disposición de la actividad inversionista una mayor suma de capital, hecho que no deja de tener sus consecuencias sobre la tasa de interés reinante en el mercado de capitales.

Al aumentar en esta forma los ahorros institucionales disponibles para la inversión, la institución del seguro contribuye a romper uno de los principales círculos viciosos en los países subdesarrollados. Bien es sabido que la falta de capital de inversión representa un serio obstáculo en el proceso de crecimiento y que recurrir, por necesidad, a la financiación a corto plazo para las inversiones de capital fijo es una política financiera altamente peligrosa y que engendra, a la larga, problemas de liquidez e insolvencia. Siendo el ahorro captado por las aseguradoras, esencialmente, capital a largo plazo, es obvio que ellas cumplen una función muy importante como consolidadoras del sistema financiero, impulsando así el crecimiento.

C. El seguro canaliza el ahorro para ponerlo a la disposición de la economía general con fines productivos.

Este efecto se produce, primordialmente, a través del seguro de vida individual y de los contratos de capitalización, técnica y actuarialmente afines. Por tratarse de operaciones generalmente a largo plazo, las compañías de seguros de vida y sociedades de capitalización obtienen, año tras año, un superávit entre sus ingresos y egresos, el cual está destinado a alimentar las reservas matemáticas suficientes para garantizar los compromisos adquiridos.

En el gráfico 9.1 se puede apreciar claramente la transformación, a través de la economía del seguro, del dinero, es decir, de los recursos a corto plazo, en capital, o sea, de recursos financieros a largo plazo para la inversión; prácticamente, a través de las aseguradoras, especialmente las de vida y las sociedades de capitalización, el dinero de consumo es transformado en capital de inversión y de trabajo; este proceso de acumulación de capital se realiza continuamente y en él radica la gran importancia de la institución *seguro* en el proceso de desarrollo económico.

GRAFICO 9.1 – TRANSFORMACION DE DINERO EN CAPITAL MEDIANTE LA INDUSTRIA DEL SEGURO

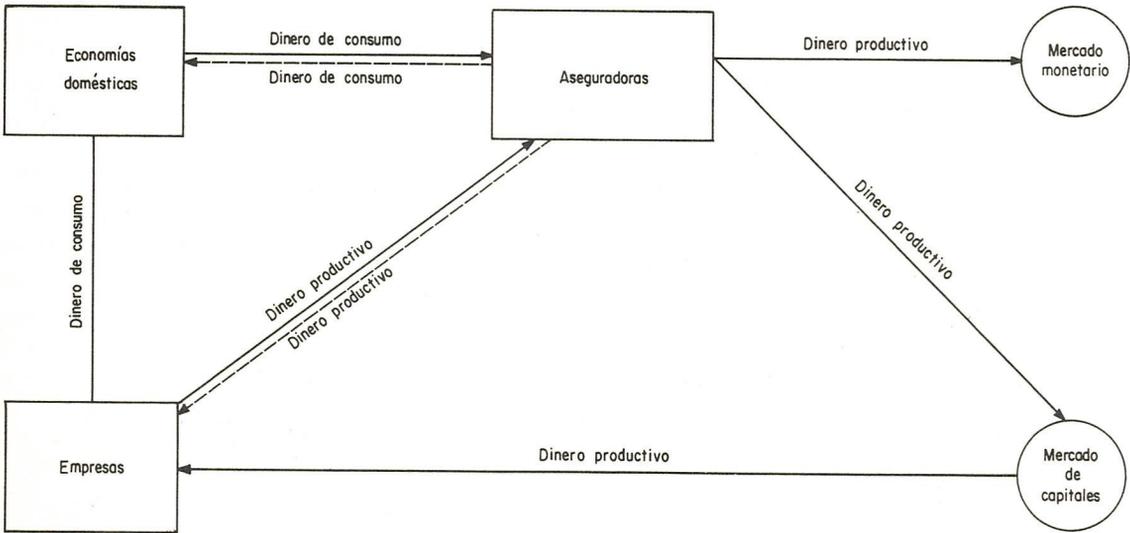


Diagrama según Wagenführ, H. *Wirtschaftskunde des Versicherungswesens*, Stuttgart 1938.

En el gráfico 9.2, complemento del 9.1, puede observarse la posición de la economía del seguro en el flujo de capitales de una economía nacional. En este diagrama se anotan las principales corrientes motivadas por las típicas transacciones de las aseguradoras. Con pequeñas modificaciones en las designaciones, este diagrama es aplicable también a las capitalizadoras, porque, tanto bajo el punto de vista técnico como actuarial, ellas operan en forma muy similar a las aseguradoras.

Es lógico que como proceso voluntario de formación de capital, el seguro reciba el apoyo gubernamental para que coadyuve a satisfacer las necesidades financieras ligadas con la industrialización y la inversión. Directa o indirectamente, el seguro hace las veces, de institución consolidadora de la economía, al reunir numerosos y pequeños ahorros del público para canalizarlos hacia la inversión, fomentando, al mismo tiempo, al mercado de capitales.

D. El seguro y la política monetaria.

El fomento del seguro por parte de la empresa privada o la política económica gubernamental, conduce a que una parte de la renta o ingresos adicionales no fluya hacia la esfera del consumo, sino a la de las inversiones, con la cual es posible detener, en parte, procesos inflacionistas que ponen en peligro la estabilidad monetaria. La formación de capital a través del seguro de vida constituye, como todo ahorro, un instrumento adecuado para lograr un equilibrio entre la producción de bienes de consumo y la demanda; el seguro es un instrumento estabilizador del valor de la moneda. Aquí llegamos a un problema crucial de las economías subdesarrolladas, las cuales han adoptado políticas inflacionistas bajo el falso y peligroso lema "sin inflación no hay desarrollo económico". Este cinismo monetario, esta institucionalización de la inflación, ha tenido serias repercusiones sobre el ahorro nacional y ha engendrado una fuga considerable de capitales hacia el exterior.

GRAFICO 9.2 – LA INDUSTRIA DEL SEGURO EN EL FLUJO DE CAPITALES DE UNA ECONOMIA NACIONAL

(Antes de la ocurrencia del pago de indemnizaciones)

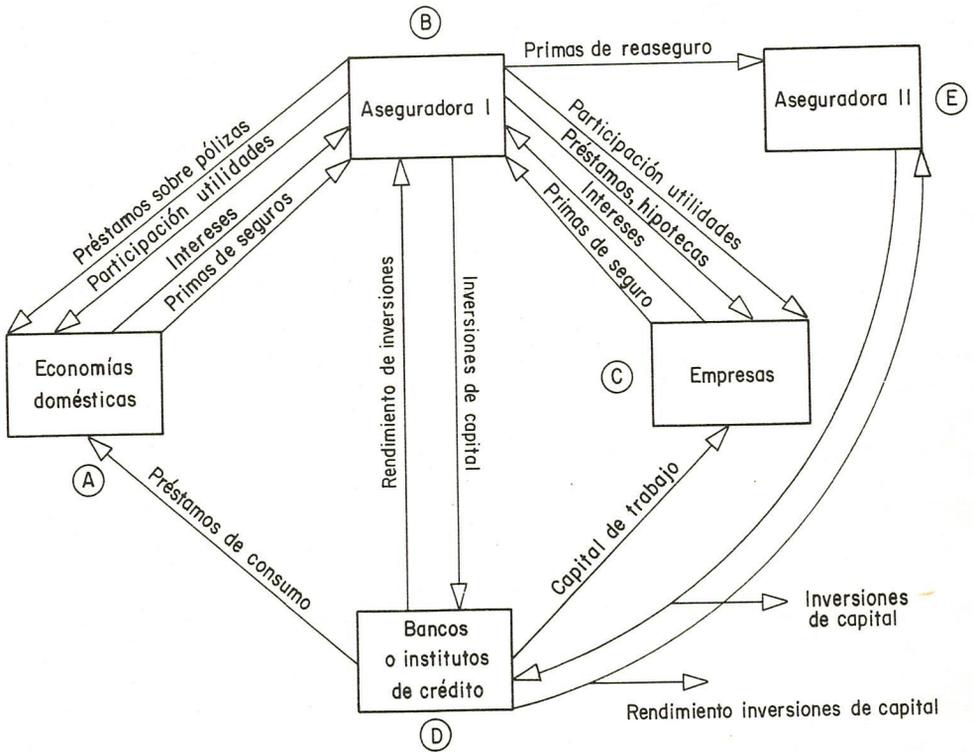


Diagrama según Wagenführ, H. *Wirtschaftskunde des Versicherungswesens*, Stuttgart 1938.

El sólo hecho de que el Estado sea el mayor deudor nacional, con obligaciones documentadas en valores nominales como son los bonos, hace poner en duda su interés por mantener una estabilidad monetaria. Cualquier desvalorización monetaria implica para él una utilidad proveniente de dos fuentes: la deuda pública en valores nominales y, por lo tanto, no protegidos contra la inflación y los impuestos progresivos que comienzan a actuar antes de lo que ocurriera en épocas de estabilidad y disciplina monetarias; siendo por otra parte el Estado el mayor emisor, es natural que trate de reducir, en beneficio propio y para que la carga por concepto de intereses no sea tan onerosa, la tasa de interés del mercado de capitales.

E. El seguro aumenta la productividad económica y conserva la estructura competitiva.

Weddigen afirma con razón que el seguro aumenta la productividad y disminuye el peligro de crisis económica, a causa de su efecto compensador y estabilizador. El seguro hace soportable aquellas actividades económicas muy azarosas, pero necesarias, y conserva las fuerzas productivas de una economía.

Este efecto reviste también gran importancia en la conservación del patrimonio nacional y, lo que es más significativo, de la estructura competitiva de una economía. Es obvio que la ocurrencia de los riesgos tiende a afectar más acentuadamente a las pequeñas

y medianas empresas, de tal modo que sin la existencia del seguro sería muy factible una disminución en el número de microeconomías que configuran la oferta. En caso de existir duopolio, por ejemplo, la ocurrencia de un riesgo no asegurado puede entresacar del mercado a uno de ellos, quedando el duopolista restante con una posición de privilegiada de monopolista, lo cual influye lógicamente, en la cantidad de su oferta y en sus precios. Aquí juega el seguro, pues, un papel muy importante como estabilizador del nivel de precios, garantizando también un mayor grado de eficiencia. Sus repercusiones en la distribución del ingreso y patrimonio nacionales se tornan aquí muy claros.

Asimismo, la institución del seguro facilita el capital necesario y asume los principales riesgos en aquellas actividades que por su índole resultan muy azarosas para los empresarios. Al transformar el riesgo en costo fijo y tasable, el seguro permite, además, un cálculo racional y con ello una buena gestión económica, así como la elaboración de planes económicos y financieros, ya sea a nivel empresarial o nacional.

Por otra parte, en caso de siniestro, el seguro se encarga nuevamente de poner a disposición de la economía los recursos financieros necesarios para la reconstrucción o reparación de las instalaciones afectadas, lo cual tiene un efecto positivo sobre la producción y el empleo, así como sobre la capacidad de regeneración de una economía. Sobre este aspecto basta mencionar los beneficios de amparos tales como el de lucro cesante, incendio, rotura de maquinaria, montaje, etc.

Estas consideraciones han inducido a muchos tratadistas a calificar la institución del seguro como costo del crecimiento económico, o sea, como sistema tasable, calculable y racional de compensar las pérdidas ocasionadas por el azar; efectivamente, solo a través de la industria del seguro, basada técnicamente en la ley de los grandes números, el caso fortuito y aleatorio se convierte para los empresarios y economías domésticas en un costo fijo y libre de apreciaciones subjetivas, más o menos erróneas, sobre su magnitud y valor.

F. El seguro y los ciclos coyunturales.

El estudio de la coyuntura o ciclos económicos ha sido, desde hace mucho tiempo, uno de los principales temas de la investigación, sin que hasta el momento exista una teoría válida y general que explique satisfactoriamente el origen de las llamadas ondas cíclicas del proceso económico. No obstante, los tratadistas distinguen claramente entre factores exógenos y endógenos de los ciclos económicos. Entre los primeros se mencionan generalmente, los fenómenos cosmológicos, meteorológicos y demográficos, mientras que entre los segundos se transcriben los fenómenos monetarios, crediticios, de superproducción y subconsumo. Pese a esta diferencia en los puntos de vista y en el énfasis que los diferentes tratadistas le dan a cada uno de los factores, no resulta difícil llegar a la conclusión de que, cualquiera que sea la explicación del ciclo coyuntural, la economía del seguro contribuye eficazmente a atenuarlo o eliminarlo a través de sus diferentes amparos. Así, por ejemplo, para hacerle frente a las fluctuaciones climáticas, existen amparos como el seguro de granizo, de anegación, etc.

Especial importancia como factor anticíclico reviste el llamado seguro de desempleo o paro forzoso, el cual contribuye a mantener un nivel adecuado en la demanda de bienes de consumo y, por lo tanto, de producción.

Finalmente, debemos hacer notar que la economía del seguro es por esencia, trabajo-intensiva por pertenecer al sector *prestación de servicios*, de tal modo que un estímulo para su desarrollo por parte gubernamental trae también consigo efectos positivos sobre el nivel de empleo. Además, para poder operar y expandirse, la economía del seguro no requiere grandes inversiones de capital fijo, tales como instalaciones industriales, maquinaria pesada, etc., hecho de importancia en las consideraciones sobre los costos del desarrollo económico.

III. Función social del seguro.

La institución del seguro, especialmente la del seguro social, cumple asimismo una serie de funciones sociales en la mayoría de los países capitalistas. Podemos afirmar sin exageración, que el seguro ha socializado al capitalismo, liberándolo de sus efectos desfavorables para la gran masa de la población. La sola consideración de que el seguro reparte y distribuye las pérdidas individuales entre los miembros de una comunidad de riesgos, nos hace ver claramente las funciones sociales de esta institución. A través del seguro se obtiene pues, una redistribución de la renta nacional. No negamos que toda persona en el momento de asegurar su patrimonio, o cualquier otro objeto, no es impulsada por un sentimiento social sino por su propio egoísmo, por su instinto de conservación. Pero involuntariamente ella está ejerciendo una función social a través del seguro, ya que está contribuyendo a cubrir las pérdidas de otras economías individuales.

Otra consideración que nos demuestra el carácter social del seguro de vida, es su comparación con un fondo mutuo de inversiones, cuyo fin principal radica en que la gran masa de la población sea co-partícipe y co-gestora del desarrollo económico, mediante la formación de una comunidad de inversión que garantice una dispersión más o menos considerable de los riesgos a que está expuesta toda inversión de capital. Las reservas matemáticas de las compañías de seguros de vida no son otra cosa que su superfondo mutuo de inversiones dada la diversidad de los valores, tanto de renta fija como variable, propiedad raíz, etc., que incluye su cartera. Esta diversificación garantiza una estabilidad más o menos adecuada en la rentabilidad de la inversión y una co-participación indirecta del asegurado en el patrimonio nacional.

IV. El seguro en Colombia y el mundo.

Después de analizar someramente la importancia cualitativa del seguro, tanto a nivel empresarial como nacional, trataremos de cuantificar su importancia e interdependencia con otros sectores económicos, recurriendo a estadísticas colombianas y a algunas comparaciones internacionales.

En realidad, la evolución del seguro está íntimamente ligada con el proceso de industrialización y urbanización en las principales economías. El seguro se ha convertido en un importante soporte de la actividad económica en los países industriales, en los cuales la industria aseguradora ha logrado crear considerables reservas y poner los ahorros correspondientes a disposición de los inversionistas, fortaleciendo el respectivo mercado de capitales.

Este proceso de acumulación de capital se logra, especialmente, a través del seguro de vida y, en nuestro país, también mediante los llamados títulos o cédulas de capitalización. El ideal en cualquier economía es que, por lo menos el 100% del ingreso nacional de un año se encuentre amparado mediante el seguro de vida, es decir, que en caso de fallecimiento de las personas económicamente activas, sus ingresos anuales sean reemplazados en un ciento por ciento por medio de las correspondientes indemnizaciones del seguro de vida.

Según puede apreciarse en el cuadro 9.1, la economía colombiana se encuentra bastante distante de dicho ideal, porque en el año de 1968 solamente el 17% del ingreso nacional se hallaba amparado mediante pólizas de vida. Es cierto que esta relación tan importante, según el mismo cuadro, se ha algo más que duplicado en el período comprendido entre los años 1950-68, pero conforme al cuadro 9.2 dicha proporción todavía es muy baja de acuerdo con las comparaciones internacionales; en efecto, la relación entre cartera

CUADRO 9.1 – CARTERA VIGENTE DE LAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS DE VIDA

Relación con el ingreso nacional (%), 1950-68

Años	%	Años	%
1950	7.9	1960	13.4
1951	8.5	1961	14.5
1952	9.5	1962	15.2
1953	10.1	1963	15.0
1954	10.9	1964	14.3
1955	12.0	1965	15.9
1956	12.5	1966	17.1
1957	14.7	1967	16.0
1958	12.3	1968	17.0
1959	12.8		

Fuente: Estadísticas de Superintendencia Bancaria y Aseguradora; cálculos del autor.

CUADRO 9.2 – COMPARACION INTERNACIONAL DE LA CARTERA DE VIDA VIGENTE

Porcentaje del ingreso nacional

País	1957	1967
Canadá	146	195
USA	126	164
Gran Bretaña	60	98
Suecia	54	158
Suiza	52	70
Alemania Occidental	28	45
Brasil	16	n.d.
México	10	22
Colombia	15	16

Fuente: *Versicherungswirtschaft 9/70*; Life Insurance Fact Book.

vigente e ingreso nacional era, en 1967, diez veces mayor en los Estados Unidos que en Colombia. En otras palabras, gran parte del ingreso nacional en Colombia se encuentra desprotegido, lo cual equivale a que, en el momento de fallecer un colombiano económicamente activo, sus herederos o familiares apenas reciben, en promedio, un 17% de los ingresos anuales que él percibía, o sea, apenas el equivalente a dos meses de remuneración. Es obvio, bajo este enfoque, que la meta ideal no se limite exclusivamente a proteger el ingreso anual, sino el de un período mayor, por lo menos durante el lapso hasta que los familiares de la persona fallecida hayan entrado en la edad productiva.

Esta debilidad en la evolución del seguro de vida en Colombia se aprecia también en la relación existente entre personas económicamente activas y pólizas de seguro en vigor a fin de un año determinado. Mientras que la población económicamente activa en Colombia llega, a grosso modo, a unos 6 millones de personas, en todas las compañías de seguros de vida, sólo se encuentran vigentes unas 100 mil pólizas de vida individual. Ello nos indica que sólo el 1.5% de la población económicamente activa se encuentra amparada contra los riesgos de muerte. Si tomamos en cuenta el llamado seguro de vida en grupo, vemos que este porcentaje total apenas llega a un 4 ó 5%. Con otras palabras, por cada 100 personas económicamente activas en Colombia, únicamente 5 de ellas disfrutaban de los beneficios del seguro de vida.

Por otra parte, también la intensidad de ahorro a través del seguro de vida en Colombia ha sufrido detrimento en los últimos años y, de acuerdo con las comparaciones internacionales, ella es relativamente baja en nuestro país. En el cuadro 9.3 se indica la prima promedio ‰ recaudada por las aseguradoras de vida a partir de 1950, guarismo que en el lapso de 20 años ha sufrido una merma de casi un 50%. Esta disminución tan acentuada se debe a diferentes factores, tales como el empleo de tablas de mortalidad más modernas, con costos o tasas de mortalidad más bajas, pero especialmente al fenómeno de la inflación que ha desalentado la venta de aquellos contratos o pólizas de vida con un elemento más importante de ahorro; efectivamente, ante la desvalorización paulatina y acentuada de la moneda colombiana es lógico que los asegurados de vida se limiten a buscar pólizas que apenas ofrecen protección, encomendando sus verdaderos ahorros a otras instituciones que ofrecen rendimientos más atractivos y sujetos a posibles valorizaciones. En el cuadro 9.4 puede apreciarse esta tendencia y un hecho muy significativo,

CUADRO 9.3 – INTENSIDAD DE AHORRO A TRAVES DE LOS SEGUROS DE VIDA EN COLOMBIA
 Primas recaudadas y prima promedio, por mil, de la cartera vigente, 1950 - 69

Años	Primas recaudadas Millones de pesos	Prima promedio ‰ cartera vigente	Años	Primas recaudadas Millones de pesos	Prima promedio ‰ cartera vigente
1950	22	41	1960	109	36
1951	26	40	1961	125	34
1952	30	38	1962	151	35
1953	34	37	1963	187	34
1954	39	38	1964	211	32
1955	43	39	1965	229	28
1956	50	37	1966	284	28
1957	59	36	1967	295	26
1958	76	37	1968	333	25
1959	90	37	1969	390	22

Fuente: Informes de Superintendencia Bancaria; cálculos del autor.

CUADRO 9.4 – COMPARACION INTERNACIONAL SOBRE LA EVOLUCION DE LA PRIMA PROMEDIO
 Por mil, respecto a la cartera vigente

País	1952	1955	1958	1961	1964	1967
Alemania Occidental	51	47	45	46	46	44
Gran Bretaña	55	56	58	52	45	36
Canadá	26	24	22	18	16	14
Suecia	45	47	38	24	11	9
Suiza	58	57	54	54	40	38
USA	30	27	25	22	21	19
Italia	43	44	42	41	37	36
Colombia	38	39	37	34	32	26

Fuente: *Versicherungswirtschaft* 9/70; cálculos del autor.

como es aquel de que la prima promedio no es muy alta en Colombia, de tal modo que el costo de seguro no representa el principal obstáculo para una mayor divulgación de esta combinación ahorro-protección. El cuadro 9.5 indica la evolución que ha registrado el seguro privado en Colombia a partir de 1950, incluyendo las sociedades de capitalización y la correspondiente sección del Banco Central Hipotecario. Sobre esta evolución es interesante anotar que, pese a la competencia de otras formas de ahorro institucional, las cuales han recibido más incentivos gubernamentales, la industria privada de seguro y capitalización capta anualmente considerables recursos financieros para invertirlos a largo plazo.

No obstante, de acuerdo con la evolución registrada en otros países, primordialmente los industrializados, en el cuadro se puede observar que la importancia relativa del seguro de vida, respecto al total de primas recaudadas por todas las aseguradoras, es muy baja; efectivamente, dichas primas apenas llegaron, en 1969, a un 24% del total de recaudos en el sector seguros, mientras que en la mayoría de los países industriales dicha proporción asciende hasta un 50%, fenómeno debido, en buena parte, a los incentivos fiscales concedidos a esta clase de ahorro, sobre los cuales hablaremos más adelante.

CUADRO 9.5 – PRIMAS DE SEGUROS Y CUOTAS DE CAPITALIZACION RECAUDADAS EN COLOMBIA
1950 - 1969

(Millones de pesos)

Años	Seguros vida	Seguros generales	Cuotas de capitalización			Gran total
			Sociedades	B. C. H.	Total	
1950	22	43	2	11	13	78
1951	26	48	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1952	30	54	7	20	27	111
1953	34	64	n.d.	—	n.d.	n.d.
1954	39	78	12	33	45	162
1955	43	98	n.d.	n.d.	49	190
1956	50	116	21	36	57	223
1957	59	129	40	40	80	268
1958	76	171	69	50	119	366
1959	90	205	118	55	173	468
1960	109	238	171	66	237	584
1961	125	293	220	63	283	701
1962	151	351	271	63	334	836
1963	187	382	315	66	381	950
1964	211	427	363	83	446	1.084
1965	229	538	408	116	524	1.291
1966	284	713	469	153	622	1.619
1967	295	783	507	162	669	1.747
1968	333	962	563	209	772	2.067
1969	390	1.210	621	223	840	2.444

Fuentes: Informes de Superintendencia Bancaria; estadísticas de Asecolda.

Asimismo, según la comparación internacional mostrada en el cuadro 9.6, el total recaudado en primas, en dólares, llegaba en Colombia, durante 1968, a unos 76 millones, cifra algo más baja que la registrada en Israel, por ejemplo, país con una población y territorio mucho menores. Aún más, si se relacionan las primas recaudadas por todas las aseguradoras, es decir, las de vida y generales, con el ingreso nacional del mismo período, fácilmente podemos darnos cuenta de que tal proporción es también muy baja en Colombia. En 1968 tal relación apenas llegó a un 1.6%, o sea, más o menos una quinta parte de la misma relación en los Estados Unidos; finalmente, el cómputo de las primas pagadas por concepto de seguros, expresadas per cápita, nos señala que en nuestro país solamente se destinan para tal fin, en promedio, 3.8 dólares por año, frente a 277.4 dólares en los Estados Unidos.

V. Ahorro personal, ahorro institucional y el seguro en Colombia.

Según se desprende claramente de las estadísticas contenidas en las Cuentas Nacionales 1950-67, elaboradas por el Banco de la República, en dicho período, el ahorro personal en Colombia registra fuertes fluctuaciones las cuales no son motivadas por fenómenos simplemente estacionales. Indudablemente sería muy interesante la realización de una investigación exhaustiva sobre este fenómeno, el cual, muy probablemente, registra gran interdependencia y correlación con las desvalorizaciones monetarias, o sea, con las tasas anuales de inflación.

CUADRO 9.6 – COMPARACION INTERNACIONAL DEL SEGURO, 1968.

País	Total primas seguros (Millones US\$)	Primas en % Ingreso nal.	Primas per cápita US\$
U. S. A.	55.807	7.8	277.4
Alemania Occidental	5.665	5.4	94.2
Japón	5.218	4.6	51.6
Gran Bretaña	4.650	5.9	84.1
Australia	1.382	6.6	114.9
Suiza	823	5.7	133.9
España	554	2.6	17.0
Argentina	319	2.0	13.5
Brasil	243	1.2	2.8
México	233	1.0	4.9
Venezuela	122	1.6	12.6
Israel	96	3.1	35.0
Colombia	76	1.6	3.8

Fuentes: *SIGMA No. 3 de 1970* Schweizerische Rückversicherungsgesellschaft, Zürich; cálculos del autor

Si se analiza la llamada cuota de ahorro personal, es decir, la relación existente entre el ingreso nacional disponible y los ahorros personales, encontramos que esta cuota es, en primer lugar, muy baja en Colombia, según la experiencia internacional y, en segundo lugar, acusa una tendencia negativa como puede verse en el gráfico 9.3. Tanto bajo el punto de vista económico como social, no existe duda alguna de que esta tendencia negativa es desfavorable, porque ella indica que el hábito de ahorro no se halla lo suficientemente inculcado en la población; asimismo, la mencionada tendencia nos revela una eventual acentuación en la concentración del ingreso nacional o un incremento desproporcional en las cargas tributarias, o sea, un desplazamiento indeseable del ahorro nacional hacia la esfera gubernamental o empresarial.

Si consideramos el porcentaje de ahorro personal canalizado a través de la institución del seguro y la capitalización vemos, conforme al gráfico 9.4, que no se registra, en el período 1950-67, una tendencia negativa, aunque sí fuertes fluctuaciones anuales. Lógicamente el sistema estadístico de Cuentas Nacionales adolece todavía, en nuestro país, de algunas fallas, pero pese a esta debilidad o poca confiabilidad de las cifras estadísticas, ellas reflejan con cierta veracidad las tendencias, información de por sí suficiente para postular y formular una política de ahorro nacional.

Estos porcentajes de participación del seguro privado, incluyendo capitalización, han sido calculados en el cuadro 9.7, el cual contiene también las reservas técnicas del Instituto Colombiano de Seguros Sociales. Como es sabido, el proceso de ahorro a través del Seguro Social solamente se inició a partir de 1967, fecha en la cual dicho instituto asumió los riesgos por concepto de vejez, invalidez y muerte; especialmente los dos primeros riesgos, de acuerdo con sus bases técnico-actuariales, encierran un considerable elemento de ahorro, debido a que se adoptó el sistema de capitalización parcial y no de reparto. Como los riesgos asumidos por el ICSS con anterioridad al año 1967 se basaban actuarialmente en el sistema de reparto, la formación de capital en años anteriores es más mínima.

Respecto al ahorro realizado a través de las compañías de seguros, tanto de vida como generales, cabe recalcar nuevamente la importancia que juega el elemento ahorro en los contratos de vida, primordialmente en las llamadas pólizas de *vida individual*. Mientras que con un recaudo de \$390 millones en el año de 1969 las compañías de seguros de

CUOTA DE AHORRO PERSONAL EN COLOMBIA

GRAFICO 9.3

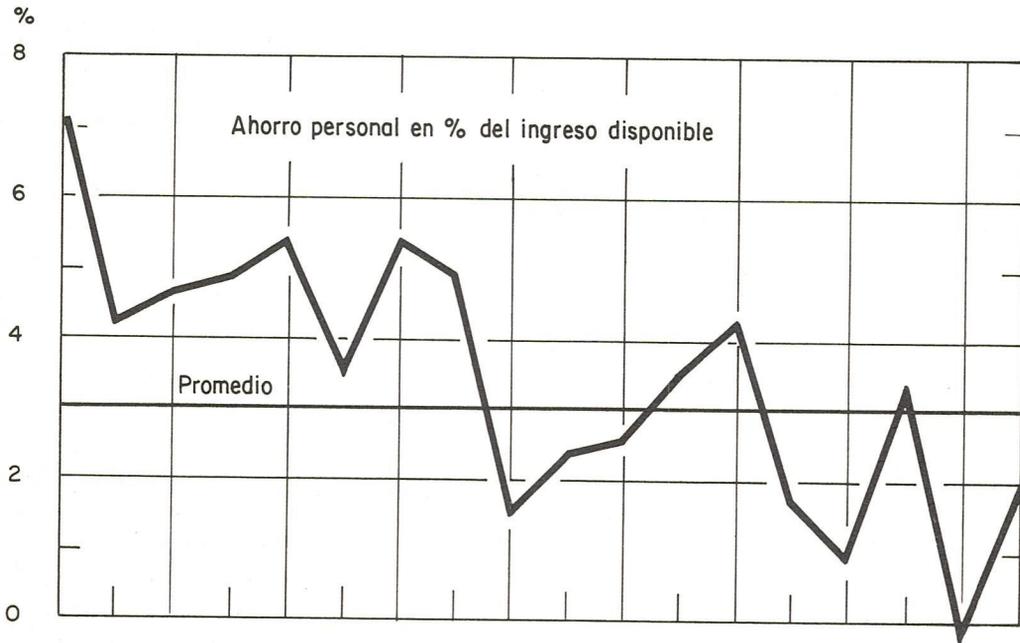
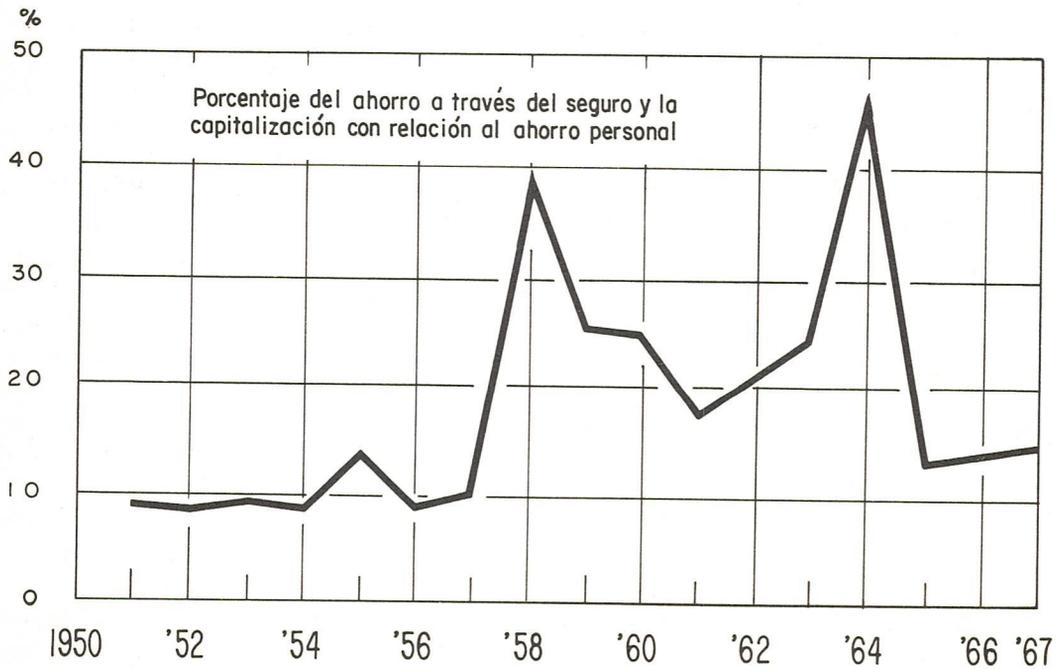


GRAFICO 9.4



vida poseían, a fines del mismo año, reservas técnicas por \$636,3 millones, las compañías de seguros generales recaudaron, en el mismo año, primas por \$1.250,0 millones y apenas mantenían a fines del mismo período reservas técnicas por una suma de \$383.5 millones, es decir, algo más de la mitad de las aseguradoras de vida. Este fenómeno se debe, como anotamos anteriormente, a que los seguros generales no encierran elemento alguno de ahorro, a diferencia de lo que sucede en los contratos de vida, porque las reservas técnicas de las compañías de seguros generales apenas cumplen la función de periodizar los ingresos, para fines contables, de acuerdo con el principio de causación.

En otras palabras, los seguros generales poseen más bien el carácter de *seguros de consumo* porque los contratos son a corto plazo, es decir, anuales, mientras que los contratos de las compañías de seguros de vida son *seguros de inversión* a largo plazo y suscritos vitaliciamente o por períodos de 15, 20 o más años. Por tal razón, una política gubernamental tendiente a fomentar el ahorro personal debe tomar en cuenta esta diferencia tan substancial existente entre las dos clases de seguro. La misma consideración es válida para los contratos de capitalización, cuya vigencia promedio es a mediano plazo, los cuales encierran un porcentaje muy alto de ahorro puro.

Muy interesante resulta también el análisis sobre la evolución del llamado ahorro institucional en Colombia, la cual se reproduce en el cuadro 9.8 y en el gráfico 9.5. De acuerdo con los guarismos estadísticos, es fácil percatarse de que la participación porcentual, en el ahorro institucional colombiano, del seguro de vida y las capitalizadoras, se redujo de un 43% en 1950 a un 34% en 1969, lo cual significa una disminución relativa de 9 puntos. Esta tendencia se debe, indudablemente, a la implantación en el mercado de nuevos sistemas de ahorro institucional, tal como es el caso de los fondos de inversión y el de los nuevos riesgos del Seguro Social, o sea, a una diversificación de la oferta respecto al producto *ahorro*. No obstante, esta diversificación ha traído consigo cierta desviación de los ahorros captados por el seguro privado hacia otras instituciones, hecho motivado, según nuestra opinión, a que algunas de las nuevas formas de ahorro institucional poseen incentivos tributarios que no gozan las pólizas de seguro de vida y cédulas de capitalización, así como al hecho de que estas nuevas modalidades de ahorro institucional ofrecen la posibilidad indirecta de una valorización de las sumas ahorradas, lo cual no es el caso en los seguros de vida, a causa del régimen de inversiones forzosas.

Sorprendente es la constancia registrada hasta el año de 1968 en la participación porcentual de los depósitos de ahorro respecto al total de ahorro institucional. Pese a que la rentabilidad promedio de los depósitos de ahorro no llega a un 4% anual y a que la inflación siempre tiende a mermar la propensión marginal al ahorro, este rubro ha logrado mantener una excelente posición competitiva. La explicación de este fenómeno debe buscarse en el grado cultural del círculo de personas que poseen una cuenta de ahorros. Es bien sabido que se trata de personas con un bajo nivel anual de ingresos, no muy conocedoras de los fenómenos económicos y que han convertido sus cuentas de ahorro en una especie de cuenta corriente o depósito a la vista con interés.

Todo lo contrario sucede con la clientela de las compañías de seguros y sociedades de capitalización, las cuales se enfrentan a una clase media alta, bastante conocedora y consciente del fenómeno inflacionista. Por otra parte, la rentabilidad neta de los seguros de vida y las cédulas de capitalización, es mucho más reducida que la de los depósitos de ahorro, por la sencilla razón de que en los primeros existe un costo adicional como es el de la mortalidad y, en los segundos el costo que representa la correspondiente frecuencia mensual de sorteo.

Es muy difícil, especialmente en los seguros de vida, que el asegurado acepte una rentabilidad inferior resultante del costo de mortalidad, si la compara con la rentabilidad ofrecida por otros sistemas de ahorro. Además, el proceso de inflación ha traído consigo un

CUADRO 9.7 – RESERVAS TÉCNICAS DE COMPAÑÍAS DE SEGUROS, CAPITALIZADORAS, ICSS
Saldos al fin de cada año (Millones de pesos)

Años	Seguros vida	Seguros generales	Capitalizadoras			Total seguro privado y capitalizadoras	Ahorro neto anual	Seguro social (ICSS)	Gran total	Ahorro personal	Relación seguro privado ahorro personal (%)
			Sociedades	B. C. H.	Total						
1950	63.2	17.0	1.8	24.5	26.1	106.5	—	—	106.5	—	—
1951	74.8	20.8	4.9	32.3	37.2	132.8	26.3	—	132.8	308.0	8.5
1952	86.0	23.0	10.3	42.8	53.1	162.1	29.3	—	162.1	356.7	8.2
1953	98.1	28.3	17.4	55.1	72.5	198.9	36.8	—	198.9	423.9	8.7
1954	111.9	34.0	24.0	72.2	96.2	242.1	43.2	—	242.1	552.7	7.8
1955	127.9	43.8	30.4	90.3	120.7	292.4	50.3	—	292.4	352.3	14.3
1956	143.2	54.7	41.0	108.1	149.4	347.0	54.6	—	347.0	642.8	8.5
1957	159.6	68.8	66.3	120.6	186.9	415.3	68.3	—	415.3	689.4	9.9
1958	176.1	82.2	97.5	143.7	241.2	499.5	84.2	—	499.5	214.9	39.2
1959	202.2	94.5	140.9	166.3	307.2	603.9	104.4	—	603.9	409.2	25.5
1960	234.0	104.3	203.1	190.2	393.3	731.6	127.7	—	731.6	506.7	25.2
1961	264.1	118.3	279.6	211.7	491.3	873.7	142.1	—	873.7	824.8	17.2
1962	307.4	157.1	417.7	230.5	648.2	1.112.7	239.0	—	1.112.7	1.100.6	20.6
1963	343.4	144.5	520.0	251.9	771.9	1.259.8	147.1	—	1.259.8	609.3	24.1
1964	399.4	147.8	619.0	278.5	897.5	1.444.7	184.9	—	1.444.7	393.2	47.0
1965	439.2	199.3	704.9	308.2	1.013.1	1.651.7	207.0	—	1.651.7	1.588.9	13.0
1966	490.7	242.4	761.0	362.0	1.123.0	1.856.1	204.4	—	1.856.1	-183.3	—
1967	541.6	254.0	848.0	388.0	1.236.0	2.031.6	175.5	186.5	2.218.1	1.217.8	14.4
1968	600.6	303.2	906.4	467.2	1.373.6	2.277.4	245.8	487.3	2.764.7	1.272.0	19.3
1969	657.3	383.5	985.3	505.7	1.491.0	2.531.8	254.4	880.7	3.412.5	—	—

Fuentes: Informes Superintendencia Bancaria; Banco de la República; Cuentas Nacionales.

CUADRO 9.8 – EVOLUCION DEL AHORRO INSTITUCIONAL EN COLOMBIA, 1950-69
Saldos en 31 de diciembre. (Millones de pesos)*

Años	Seguro privado ¹	Participación porcentual (%)	Instituciones										Total
			Capitalizadoras ²	%	Seguro social ³	%	Fondos inversión	%	Depósitos ahorro	%	Depósitos término ⁴	%	
1950	80.2	32	26.1	11	—	—	—	—	105.9	42	36.7	15	248.9
1951	95.6	29	37.2	11	—	—	—	—	136.6	42	55.1	18	324.5
1952	109.0	27	53.1	13	—	—	—	—	174.5	43	72.3	17	408.9
1953	126.4	26	72.5	15	—	—	—	—	204.4	42	82.1	17	485.4
1954	145.9	23	96.2	15	—	—	—	—	261.0	42	126.1	20	629.2
1955	171.7	24	120.7	17	—	—	—	—	306.0	44	105.3	15	703.7
1956	197.9	24	149.1	18	—	—	—	—	365.6	43	121.9	15	834.5
1957	228.4	23	186.9	19	—	—	—	—	434.0	43	147.5	15	996.8
1958	258.3	23	241.2	22	—	—	—	—	509.0	45	110.6	10	1.119.1
1959	296.7	23	307.2	24	—	—	—	—	586.9	45	114.8	8	1.305.6
1960	338.3	22	393.3	26	—	—	n.d.	—	628.9	41	171.7	11	1.532.2
1961	382.4	21	491.3	27	—	—	n.d.	—	737.4	40	218.1	12	1.829.2
1962	464.5	21	648.2	29	—	—	n.d.	—	876.5	40	214.6	10	2.203.8
1963	487.9	19	771.9	30	—	—	n.d.	—	1.047.4	40	285.1	11	2.592.3
1964	547.2	18	897.5	29	—	—	211.9	7	1.214.1	40	191.4	6	3.062.1
1965	638.5	18	1.013.1	29	—	—	255.2	7	1.396.9	40	173.2	6	3.476.9
1966	733.1	18	1.123.0	28	—	—	239.0	6	1.705.1	43	166.8	5	3.967.0
1967	795.6	17	1.236.0	26	186.5	4	300.0	6	1.989.6	43	167.1	4	6.674.8
1968	903.8	15	1.373.6	24	487.3	8	532.0	9	2.367.2	41	159.2	3	5.823.1
1969	1.040.8	14	1.491.0	20	880.7	12	1.110.0	15	2.716.2	36	283.4	3	7.522.1

Fuente: Informes de Superintendencia Bancaria, Banco de la República y Asecolda.

¹ Reservas técnicas cías. de seguros de vida y seguros generales.

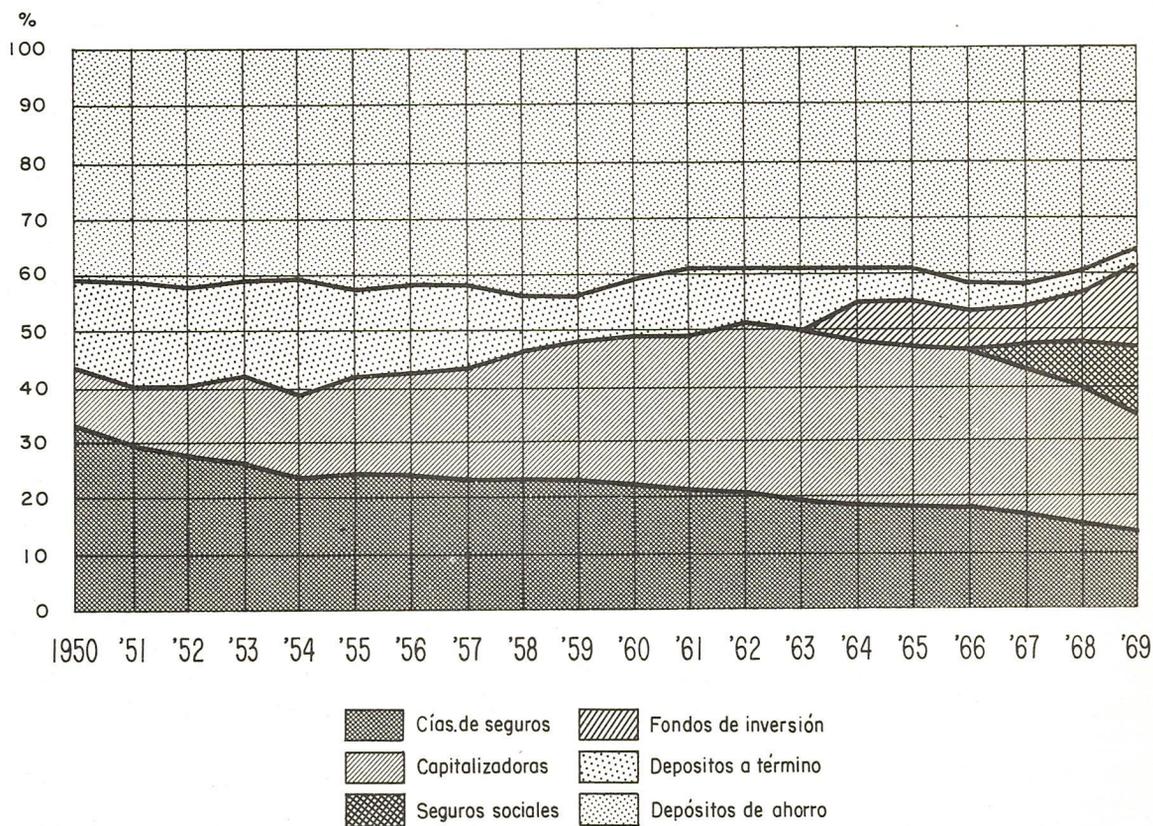
² Reservas técnicas sociedades de capitalización y cédulas de capitalización del B. C. H.

³ Reservas técnicas del ICSS para los riesgos de invalidez, vejez y muerte.

⁴ A partir de 1967 incluye depósitos a término de las corporaciones financieras.

* Ver gráfico 9.5.

GRAFICO 9.5 – COMPOSICION PORCENTUAL DEL AHORRO INSTITUCIONAL EN COLOMBIA 1950-69



fomento inusitado de las pólizas de seguro de vida en grupo, o sea, aquéllas que no encierran elemento alguno de ahorro y que, por lo tanto se asemejan técnicamente a los contratos de seguros generales. Esta tendencia, como anotamos anteriormente, se puede apreciar muy evidentemente en el cuadro 9.3, en el cual se transcribe la intensidad de ahorro en el seguro de vida colombiano.

Sobre la composición del ahorro institucional y su posible diversificación fomentada a través de medidas gubernamentales, debemos mencionar la posibilidad de establecer en el país fondos de inversión inmobiliarios, fondos hipotecarios, cédulas de copropiedad inmobiliaria, sistemas de ahorro y préstamo, etc. Lógicamente, según nuestro punto de vista, el Estado debe proseguir una política neutral sobre el particular, es decir, darle un tratamiento igual respecto a las cargas tributarias, inversiones forzosas, etc., a cada peso que se ahorre en cualquier institución financiera.

En el cuadro 9.9 presentamos una comparación internacional sobre la composición porcentual del ahorro institucional en varios países industrializados y en Colombia. Respecto al ramo de los seguros este cuadro contiene exclusivamente los de vida. En él se puede apreciar claramente que en Colombia, la participación relativa de los seguros de vida en el ahorro institucional es muy baja. En 1967, por ejemplo, apenas llegaba a un 13%, mientras que en la mayoría de los otros países era 3 veces superior, exceptuando el caso de la República Federal de Alemania. Como veremos más adelante, la importancia del seguro

CUADRO 9.9 — COMPARACION INTERNACIONAL SOBRE LA COMPOSICION PORCENTUAL DEL AHORRO INSTITUCIONAL¹
(Porcentajes)

País	1955		1960		1967	
	Seguros vida	Otros ahorros	Seguros vida	Otros ahorros	Seguros vida	Otros ahorros
USA	45	55	41	59	33	67
Australia	38	62	40	60	40	60
Alemania Occidental	32	68	27	73	24	76
Gran Bretaña	31	69	35	65	38	62
Canadá	58	42	54	46	43	57
Holanda	49	51	45	55	39	61
Colombia	18	82	15	85	13	87

Fuente: *SIGMA No. 2/70, Schweiz. Rückversicherungsgesellschaft, Zürich*; cálculos del autor.

¹ El rubro "otros ahorros" incluye depósitos de ahorro, depósitos a término, cuentas de ahorro y préstamo, pero no certificados de inversión, acciones, cédulas hipotecarias.

CUADRO 9.10 — INVERSIONES DE CAPITAL DE LAS COMPAÑIAS DE SEGUROS DE VIDA, SEGUROS GENERALES Y SOCIEDADES DE CAPITALIZACION EN COLOMBIA¹
(Millones de pesos)

Año	Total	Año	Total	Año	Total	Año	Total
1950	90.1	1955	327.4	1960	792.3	1965	1.762.3
1951	110.1	1956	378.5	1961	916.7	1966	2.004.1
1952	133.6	1957	454.3	1962	1.175.3	1967	2.182.2
1953	162.5	1958	551.8	1963	1.589.2	1968	2.513.5
1954	212.6	1959	675.9	1964	1.913.3		

Fuente: Informes de Superintendencia Bancaria y estadísticas de Asecolda.

¹ En las inversiones no se incluyen las de la sección de capitalización del B.C.H., por no llevar dicha Institución una cuenta separada de sus otras inversiones.

de vida en la mayoría de las economías industrializadas, se debe, en gran parte, a una serie de incentivos tributarios establecidos por las instancias gubernamentales y a la relativa libertad de las aseguradoras de vida en su política inversionista.

VI. Inversiones de capital de las aseguradoras y capitalizadoras.

Mientras que las reservas técnicas de las compañías de seguros de vida y las sociedades de capitalización sirven para analizar el proceso de ahorro captado a través de ellas y representan un pasivo, sus inversiones de capital como activos indican claramente la destinación de los recursos canalizados por dichas instituciones. Lógicamente, las 2 cifras no concuerdan estadísticamente, debido a que dentro del rubro de las inversiones de capital no solamente se incluyen las provenientes de las reservas técnicas, sino también las del capital propio de estas compañías.

Según el cuadro 9.10, las aseguradoras de vida y sociedades de capitalización poseían a fines de 1968 inversiones de capital por un valor total de \$2.513.5 millones, suma impor-

CUADRO 9.11 – INVERSIONES DE CAPITAL DE LAS COMPAÑIAS DE SEGUROS DE VIDA
Saldos acumulados a fines de 1967. (Millones de US\$)

Países	Valor	Países	Valor	Países	Valor
Alemania Occidental	9.500	Gran Bretaña	24.200	USA	178.000
Francia	3.800	Suecia	3.600	Canadá	15.200
Holanda	4.500	Suiza	3.300	Japón	9.100
Italia	2.000	Dinamarca	1.300	Australia	4.500
Bélgica	1.600	Noruega	1.300	Unión Sudafricana	2.300
		Finlandia	500	India	1.700
		Austria	200	México	300
		Portugal	200	Colombia	40
				Otros países	7.860
Total C.E.E.	21.400	Total EFTA	34.600	Total mundo occidental	275.000

Fuente: *Versicherungswirtschaft* 9/70.

CUADRO 9.12 – COMPOSICION DE LAS INVERSIONES DE CAPITAL DE LAS COMPAÑIAS DE SEGUROS DE VIDA, SEGUROS GENERALES Y CAPITALIZACION EN COLOMBIA¹
(Millones de pesos)

Clase de inversiones	1950		1955		1960		1968	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
a) Valores reales								
Acciones	25.1	27.8	87.8	26.8	191.8	24.2	599.9	23.9
Bienes raíces	—	—	56.8	17.4	123.0	15.5	374.7	14.9
Total	25.1	27.8	144.6	44.2	314.8	39.7	974.6	38.8
b) Valores nominales								
Bonos	38.1	42.3	87.9	26.8	160.9	20.3	347.3	13.8
Cédulas hip.	3.5	3.9	21.4	6.5	46.7	5.8	222.1	8.8
Préstamos y otras	23.4	26.0	73.5	22.5	269.5	34.1	969.5	38.6
Total	65.0	72.2	182.8	55.8	477.5	60.3	1.538.9	61.2
Gran total	90.1	100	327.4	100	792.3	100	2.513.5	100

Fuente: Informes de Superintendencia Bancaria; estadísticas de Asecolda y cálculos del autor.

¹ No incluye las inversiones de la Sección de Capitalización del Banco Central Hipotecario, por no llevar dicha Institución cuentas separadas en sus inversiones.

tante y de peso en el mercado de capitales colombiano. No obstante, la comparación internacional sobre este rubro nos demuestra nuevamente la incipiente de este sistema de ahorro en Colombia, porque mientras los países de la Comunidad Económica Europea poseían, a fines de 1967, inversiones de capital de las aseguradoras de vida por un monto de US\$ 21.400 millones y los de la EFTA por un total de US\$ 34.600 millones, en Colombia dicha cifra apenas ascendía a US\$ 40 millones, o sea, respecto al total del mundo, las inversiones de capital de las aseguradoras colombianas de vida apenas representan una participación del 0.015%. El cuadro 9.11 demuestra en forma evidente la importancia de la economía del seguro en el proceso de ahorro y su influjo preponderante en el mercado de capitales. Partiendo de una economía inflacionista como la colombiana y del sistema de inversiones forzosas vigente en nuestro país, el cuadro 9.12 es muy significativa-

CUADRO 9.13 – COMPOSICION DE LAS INVERSIONES DE CAPITAL DE LAS COMPAÑIAS DE SEGUROS DE VIDA Y CAPITALIZACION EN COLOMBIA¹
(Millones de pesos)

Clase de inversiones	1956		1960		1964		1968	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
a) Valores reales								
Acciones	57.3	25.0	119.1	21.9	322.3	24.7	341.6	18.3
Bienes raíces	32.8	14.3	94.4	17.3	171.6	13.2	319.9	17.1
Total	90.1	39.3	213.5	39.2	493.9	37.9	661.5	35.4
b) Valores nominales								
Bonos	40.4	17.5	79.3	14.6	156.2	12.0	215.0	11.5
Cédulas hip.	17.6	7.7	25.7	4.7	77.2	5.9	133.0	7.1
Préstamos s/pol. y céd.	49.4	21.5	119.5	21.9	294.7	22.6	440.8	23.6
Otros préstamos	32.1	14.0	107.0	19.6	281.7	21.6	419.4	22.4
Total	139.5	60.7	331.5	60.8	809.8	62.1	1.208.2	64.6
Gran total	229.6	100	545.0	100	1.303.7	100	1.869.7	100

Fuente: Informes de Superintendencia Bancaria, estadísticas de Asecolda y cálculos del autor.

¹ No incluye a la Sección de Capitalización del Banco Central Hipotecario, por no llevar dicha Institución cuentas separadas en sus inversiones.

tivo por indicar la composición porcentual de las inversiones de capital efectuadas por las compañías de seguros y sociedades de capitalización. Dicho cuadro discrimina tales inversiones entre valores reales y valores nominales. Bien sabido es que los valores reales, o sea, las acciones y la propiedad raíz, ofrecen cierta protección contra la inflación o desvalorización monetaria, mientras que los valores nominales están completamente indefensos contra la pérdida del poder adquisitivo de la moneda. No se puede negar que a partir de 1955 existe cierta tendencia hacia la reducción de la cartera de inversiones en valores reales, la cual, en promedio, apenas llegaba a un 40%, mientras que los valores nominales tienen una participación del 60%. Esta proporción es algo más desfavorable, conforme a las cifras del cuadro 9.13, en el caso de las compañías de seguros de vida y capitalización, cuyas reservas técnicas, por ser compromisos a largo plazo, están más expuestas a los estragos de la inflación. En el año de 1968, el 35% de las inversiones de capital era en valores reales y el 65% en valores nominales.

Un hecho alarmante es el alto porcentaje, registrado en Colombia, de los préstamos sobre pólizas de vida y contratos de capitalización en la composición de las inversiones de capital; en efecto, dicha proporción llegaba casi a un 24% en 1968, según el mismo cuadro, y ha tendido a aumentar en los últimos 15 años. Se trata de un fenómeno que podría denominarse *proceso de desahorro* y el cual merma considerablemente el efecto de verdadera formación de capital a través de las economías del seguro, así como la protección para los sobrevivientes del asegurado. En 1968, los préstamos a los asegurados y suscriptores sobre sus propios ahorros llegaron a \$ 441.0 millones, indudablemente, este considerable grado de endeudamiento de los asegurados, frente a sus presuntas viudas o herederos, menoscaba la función de ahorro y protección. Por tal motivo, en la última parte de este estudio presentaremos algunas sugerencias para ponerle coto a dicha tendencia negativa.

Esta tendencia anormal se pone también claramente de manifiesto al recurrir a las comparaciones internacionales. En los países de la Comunidad Económica Europea, por ejem-

CUADRO 9.14 – REGIMEN COLOMBIANO DE INVERSIONES FORZOSAS. INSTITUCIONES
(Porcentajes)

Bases	Seguros vida	Seguros generales	Cajas secciones ahorro	Capitalizadoras ¹	Fondos inversión ²	Fondos mutuos	Corp. fin. bonos	B.C.H.	Bancos comerciales y Caja Agraria
1. Sobre capital propio									
a. En títulos de deuda pública	10.00	14.00	—	—	—	—	—	—	—
b. Cédulas del B.C.H.	6.25	8.75	—	—	—	—	—	—	—
c. Bonos industriales, IFI, agrarios, corp.	5.00	7.00	—	—	—	—	—	—	—
d. Préstamos vivienda o cédulas del B.C.H.	3.75	5.25	—	—	—	—	—	—	—
Total	25.00	35.00	—	—	—	—	—	—	—
2. Sobre ahorros o reservas técnicas									5.00
a. Títulos deuda pública	24.40	21.60	10.00	12.00	10.00	—	—	—	Sobre depósitos hasta 30 días
b. Cédulas del B.C.H.	15.25	13.50	25.00	10.00	0	—	—	—	
c. Bonos industriales, IFI, agrarios, corp.	12.20	10.80	10.00	—	—	—	—	—	
d. Préstamos vivienda o cédulas B.C.H.	9.15	8.10	22.00	18.00	—	—	—	—	
e. Colonización	—	—	10.00	0	—	—	—	—	
Total	61.00	54.00	77.00	40.00	10.00	—	—	—	5.00
3. Sobre activos									
a. Bonos desarrollo económico	3.00	3.00	—	3.00	—	—	—	—	—
4. Sobre imporenta 1964									
a. Bonos desarrollo económico ³	Personas y entidades contribuyentes al impuesto de la renta, el 5% del impuesto año gravable 1964.								
5. Sobre reservas prestaciones sociales									
a. Bonos nales. previsión social ³	6% Reservas prestaciones sociales.								

Nota: Lógicamente, por ley, el B.C.H., tiene que invertir todos sus recursos en préstamos hipotecarios. Por otra parte, todo indica que los depósitos a término en las corporaciones financieras están sujetos al mismo régimen de las cajas de ahorros; la columna se refiere a los recursos obtenidos mediante la emisión de bonos, ya que ellos forman la mayor parte de su producto "ahorro institucional".

¹ Se refiere únicamente a las sociedades de capitalización, porque las cédulas de capitalización del B.C.H. no están sujetas a inversiones forzosas.
² Los fondos de inversión no están sujetos a una inversión forzosa permanente, sino fueron objeto de una esporádica para la colocación de bonos de desarrollo económico.
³ Se refiere únicamente a inversiones forzosas esporádicas.

plo, el porcentaje de préstamos sobre pólizas de vida no sobrepasa, en el peor de los casos, el 3% del total de inversiones de capital, frente al 24% anotado para Colombia.

En consideraciones posteriores, veremos los intentos realizados en otros países para ofrecer a los asegurados de vida una póliza de valor real, intentos que se basan exclusivamente en una política de inversiones orientada hacia valores reales, primordialmente hacia las acciones. Por tal razón, si el gobierno desea fomentar estas interesantes combinaciones de seguro de inversión, se hace necesario modificar substancialmente la política inversionista de las sociedades de capitalización y compañías de seguros de vida, lo cual no es posible con el régimen actual de inversiones forzosas establecido para este grupo de instituciones financieras.

VII. Problemas fundamentales del seguro en Colombia.

1. Régimen de inversiones forzosas.

El cuadro 9.14 representa un estudio comparativo sobre el actual régimen colombiano de inversiones forzosas para las principales instituciones de ahorro en el país. Es fácil anotar que las compañías de seguros son las únicas instituciones cuyo capital propio está

CUADRO 9.15 – EVOLUCION DEL REGIMEN DE INVERSIONES FORZOSAS PARA LAS COMPAÑIAS DE SEGUROS DE VIDA, SEGUROS GENERALES Y SOCIEDADES DE CAPITALIZACION EN COLOMBIA¹
1931-1971 (Porcentajes)

Bases	Seguros de vida			Seguros generales			Capitalizadoras		
	1931-40 ⁴	1941-60	1961-71	1931-40 ⁴	1941-60	1961-71	1931-40 ⁵	1941-60 ⁵	1961-71
1. Sobre capital propio									
a. En títulos de deuda pública		5.00 ²	10.00		5.00 ²	14.00			0
b. Cédulas B.C.H.			6.25			8.75			0
c. Bonos industriales IFI, agrarios, corp.		20.00 ²⁻³	5.00		20.00 ²	7.00			0
d. Préstamos vivienda o cédulas del B.C.H.			3.75			5.25			0
Total		25.00	25.00		25.00	35.00			0
2. Sobre ahorros o reservas técnicas									
a. Títulos deuda pública		2.00	24.40		2.00	21.60			12.00
b. Cédulas B.C.H.		13.00 ³	15.25		13.00 ³	13.50			10.00
c. Bonos industriales, IFI, agrarios, corp.			12.20			10.80			0
d. Préstamos vivienda o cédulas B.C.H.			9.15			8.10			18.00
Total		15.00	61.00		15.00	54.00			40.00

¹ No se refiere a la sección de capitalización del Banco Central Hipotecario, exenta de inversiones forzosas.

² Los porcentajes estipulados son sobre activos.

³ Los porcentajes se refieren a la inversión global, pudiendo elegir las compañías las proporciones que quisieran en los diferentes valores.

⁴ 50% del capital y reservas o fondos en general; libre elección en la clase de inversión.

⁵ No sujetas a inversiones forzosas.

sujeto a un régimen de inversiones forzosas, combinado con inversiones obligatorias también para los ahorros que ellas captan.

Según el cuadro 9.14, para las diferentes formas de ahorro institucional en Colombia existen en la actualidad las siguientes *cargas por inversiones forzosas*, las cuales dan una clara idea sobre las discriminaciones y distorsiones que ha engendrado dicho régimen. Por cada \$100 de ahorro, las diferentes entidades deben invertir forzosamente estos porcentajes:

Cajas y sección de ahorro	77%
Compañías de seguros de vida	61%
Compañías de seguros generales	54%
Sociedades de capitalización	40%
Fondos de inversión	10%
Bancos comerciales, depósitos hasta de 30 días	5%
Fondos mutuos de empresas	0%
Banco Central Hipotecario:	
Cédulas de capitalización	0%
Cédulas hipotecarias	0%
Corporaciones financieras, bonos	0%

No hay razón alguna, por ejemplo, para que las cédulas emitidas por las sociedades de capitalización tengan un trato discriminatorio frente a las emitidas por la correspondiente sección del Banco Central Hipotecario, porque ambas son idénticas en sus bases actuariales, condiciones, etc.

Desafortunadamente, según el cuadro 9.15, el régimen de inversiones forzosas para las compañías de seguros se remonta ya a un período de 40 años, hecho que no tiene comparación con el de ninguna otra institución financiera en el país. Dicho cuadro registra la evolución histórica de la política gubernamental frente a las aseguradoras y, francamente, no es exagerado afirmar que dicha política impuesta a las compañías de seguros en sus inversiones de capital es altamente discriminatoria. Es lógico que el gobierno vele para que estas instituciones eviten inversiones altamente especulativas y pongan en peligro su

CUADRO 9.16 – PROPORCION PORCENTUAL DE LAS UTILIDADES SOBRE LOS ACTIVOS
EN LAS SOCIEDADES ANONIMAS Y EN LAS COMPAÑIAS DE SEGUROS DEL PAIS

Años	Sociedades anónimas %	Compañías de seguros %	Diferencia %	Utilidades dejadas de percibir por las compañías (Miles de pesos)
1959	10.4	6.4	4.0	23.364
1960	10.6	5.8	4.8	31.795
1961	9.5	6.2	3.3	24.450
1962	10.0	5.4	4.6	47.440
1963	11.7	5.6	6.1	77.512
1964	10.4	5.5	4.9	75.759
1965	9.7	5.6	4.1	67.900
				348.220
Promedio aritmético				49.745.7

Fuentes: Superintendencia de Sociedades Anónimas, Superintendencia Bancaria, cálculos del autor.

solvencia financiera, en detrimento de la confianza que les han dispensado los asegurados, pero no hay razón alguna para establecer discriminaciones que, en el caso colombiano, han engendrado fuertes distorsiones y han colocado a la economía del seguro en una posición competitiva bastante desventajosa en sus esfuerzos por captar ahorro institucional.

Pese a sus deficiencias, en el cuadro 9.16 hemos calculado para un período de 7 años, comprendido entre 1959-65, las utilidades dejadas de percibir por las compañías de seguros a causa, en gran parte, de las inversiones forzosas. Conforme a estos cálculos, si las inversiones de capital de las compañías de seguros se hubiesen realizado a través de cualquier otra forma de sociedad anónima, ellas habrían obtenido, en promedio, una utilidad anual adicional de \$ 50 millones, la cual, obviamente, les hubiese permitido ofrecer mejores condiciones y rentabilidad en su producto *ahorro*.

Es trivial que la actividad de una aseguradora no es comparable del todo a la desarrollada por otras sociedades anónimas, especialmente en el sector industrial, pero pese a ello en el mencionado cuadro se pone de relieve una tendencia que consideramos inequitativa.

En el cuadro 9.17 hemos resumido el régimen actual de inversiones admisibles para las compañías de seguros y sociedades de capitalización, presentando, al mismo tiempo, algunas sugerencias para que dichas instituciones puedan invertir también en otros valores.

2. La inflación secular y sus repercusiones.

A. Seguros de vida y contratos de capitalización.

Indudablemente, el mayor obstáculo para la divulgación del ahorro institucional a través del seguro en Colombia, radica en el proceso crónico y secular de desvalorización monetaria, efecto que combinado en el régimen de inversiones forzosas representa para estas instituciones un grave *impasse*. Efectivamente, bien es sabido que la inflación desestimula el ahorro en valores nominales, mientras que, al mismo tiempo, ofrece un gran estímulo a la inversión en valores reales. Debido al régimen de inversiones forzosas, el margen de inversiones de las aseguradoras en valores reales es bien restringido, de tal modo que no les ha sido posible cambiar fundamentalmente su política inversionista. Por otra parte, como el régimen de inversión forzosa ofrece una colocación fácil y segura para las otras instituciones que se benefician con este sistema, estas últimas han demostrado muy

CUADRO 9.17 – REGIMEN VIGENTE DE INVERSIONES ADMISIBLES PARA LAS COMPAÑIAS DE SEGUROS DE VIDA, SEGUROS GENERALES Y SOCIEDADES DE CAPITALIZACION EN COLOMBIA¹

I. Normas actuales.

1. Gastos organización; hasta un 10 % capital pagado; amortización máxima 5 años.
2. Muebles y equipos; hasta un 15 % capital pagado; reservas patrimoniales y técnicas (10 % para capitalizadoras).
3. Préstamos a asegurados sobre pólizas.
4. Inversiones exterior necesarias funcionamiento sucursales; hasta 25% capital pagado y reservas patrimoniales (no previsto para capitalizadoras).
5. Bonos y obligaciones nacionales, departamentales, municipales, agrarios, industriales.
6. Acciones y bonos compañías anónimas nacionales.
7. Acciones compañías seguros, sociedades capitalización (no previsto para capitalizadoras).
8. Cédulas hipotecarias.
9. Bienes raíces.

II. Sugerencias

1. Certificados de fondos de inversión mobiliarios, inmobiliarios, hipotecarios. Cédulas o títulos copropiedad inmobiliaria.
2. Administración fiduciaria. Fondos de pensión.
3. Bonos convertibles, warrants, opciones.
4. Títulos-valores extranjeros, especialmente Región Andina.

¹ No incluye la Sección de Capitalización del B.C.H., la cual no está sujeta ni al régimen de inversiones admisibles, ni al régimen de inversiones forzosas.

poco interés en mejorar el rendimiento de sus valores, lo cual perjudica, naturalmente, a las inversionistas forzosas, o sea, primordialmente, a las compañías de seguros y sociedades de capitalización.

Como dentro de los valores de inversión forzosa se encuentran también los títulos de deuda pública, es lógico que el Estado como principal emisor del país, no haya demostrado, hasta hace poco tiempo, mayor interés en ofrecer condiciones de rentabilidad muy ventajosas en sus emisiones de valores de deuda pública. Para dilucidar esta tendencia, en el cuadro 9.18 presentamos un resumen comparativo de lo que podría llamarse rentabilidad usual en los valores de renta fija y renta variable, así como cifras sobre la rentabilidad promedio que han obtenido en los últimos años las compañías de seguros y sociedades de capitalización en sus inversiones de capital.

Al mismo tiempo, hemos transcrito la tasa anual de desvalorización monetaria, de tal modo que dicho cuadro refleja claramente la problemática inversiones forzosas-inflación secular que ha afectado a la economía del seguro y capitalización. Es fácil ver que los valores de renta fija ofrecen, en promedio, una rentabilidad inferior a la tasa promedio de inflación, de tal modo que los inversionistas de estos papeles no reciben un rendimiento neto positivo, sino más bien una rentabilidad negativa, o sea, una especie de expropiación.

Respecto a los valores de renta variable, el margen positivo entre la tasa de inflación y la rentabilidad promedio es muy reducido, aún tomando en cuenta la valorización de las acciones, de tal manera que el incentivo para ahorrar en estas inversiones es mínimo.

Lógicamente, el índice actual de cotizaciones bursátiles no es representativo de la verdadera situación en el mercado organizado de capitales, debido a fallas en su estructura; no obstante, consideramos, a primera vista, que su tendencia sí es representativa. Precisamente a través de una vinculación del seguro de vida con inversiones en acciones, dándole a las aseguradoras el margen legal suficiente, es como se ha tratado en muchos países de resolver el problema del nominalismo en este tipo de ahorro, o sea, el sistema de que las prestaciones se concedan en valores nominales y no reales, por parte de las aseguradoras, y las primas también, por parte de los asegurados.

CUADRO 9.18 – EVOLUCION DE LA RENTABILIDAD PROMEDIO (%) DE LOS VALORES DE RENTA FIJA Y VARIABLE EN COMPAÑIAS DE SEGUROS Y CAPITALIZADORAS, EN COLOMBIA, 1950-69

Años	Valores renta fija			Valores renta variable			Rentabilidad promedio, compañías de seguros y capitalizadoras ⁶				
	Cedúlas hipotecarias ¹	Bonos deuda pública ²	Total ³	Acciones ⁴	Acciones industriales ⁵		Total	Seguros vida	Seguros generales	Capitalizadoras ⁷	Tasa anual de inflación ⁸
					Sin valor	Con valor					
1950	7.97	8.60	8.45	12.43							9.6
1951	8.13	8.22	8.19	12.78							1.0
1952	8.33	8.50	8.44	10.10							4.5
1953	8.47	7.34	7.79	10.73							6.3
1954	8.55	7.69	8.09	10.14							2.5
1955	8.58	8.00	8.28	9.11							5.4
1956	8.64	8.81	8.74	9.76							13.2
1957	8.41	8.93	8.72	10.58			10.5	9.9	10.6	12.2	14.0
1958	8.40	7.15	7.70	10.06			9.5	9.4	9.6	9.3	7.5
1959	8.48	6.65	7.54	10.24			9.3	10.5	9.2	7.9	5.0
1960	8.54	7.19	7.87	11.32	10.44	11.70	8.7	9.3	8.9	7.7	7.8
1961	8.60	7.04	7.85	12.03	14.54	4.73	9.9	8.6	11.3	—	5.4
1962	8.63	7.35	7.92	11.18	11.99	20.52	12.1	12.8	15.9	7.9	25.8
1963	8.68	7.01	7.75	11.49	11.66	18.45	9.2	9.1	9.8	8.7	13.8
1964	8.72	7.21	7.86	11.79	12.47	22.04	8.8	8.8	9.3	8.4	.6
1965	8.75	7.08	7.77	13.72	13.39	0.93	9.8	7.9	12.9	9.0	18.3
1966	8.75	7.30	7.87	16.04	15.19	5.35	12.2	10.0	15.0	—	9.6
1967	8.64	7.69	8.06	14.64	15.20	29.65	11.4	8.6	14.6	—	6.7
1968	10.39	7.56	8.83	13.07	13.83	27.76	12.1	10.5	14.0	—	8.1
1969	10.73	7.80	9.27	10.36	10.89	22.14					11.22
φ1957/68	8.75	7.35	7.98	12.18	—	—	10.3	9.6	11.8	8.9	11.00
φ1960/68	8.86	7.26	7.97	12.81	12.96	16.33	10.5	9.5	12.4	8.3	

Fuente: Informes anuales del Banco de la República; estadísticas de Asecolda. *El Mercado Bursátil*, Bolsa de Bogotá y cálculos del autor.

¹ Rentabilidad promedio ponderada de las cédulas hipotecarias; en el cálculo se tomó también en cuenta la rentabilidad adicional correspondiente al descuento del 14 %, es decir, la diferencia entre el valor nominal y el valor de venta.

² Rentabilidad promedio ponderada de los bonos de deuda pública, en la cual se tomó también en cuenta, como en las cédulas hipotecarias, la rentabilidad adicional originada por el descuento.

³ Rentabilidad general ponderada por el total de las cédulas hipotecarias y bonos de deuda pública en circulación.

⁴ La rentabilidad promedio ponderada de las acciones fue calculada para todas las sociedades anónimas inscritas en la Bolsa de Bogotá y que repartían dividendos en el correspondiente año.

⁵ Esta rentabilidad promedio ponderada corresponde a la de una muestra representativa de acciones industriales, la cual fue calculada por el Departamento de Investigaciones del Banco de la República.

⁶ Estas cifras fueron calculadas tomando en cuenta el capital promedio invertido.

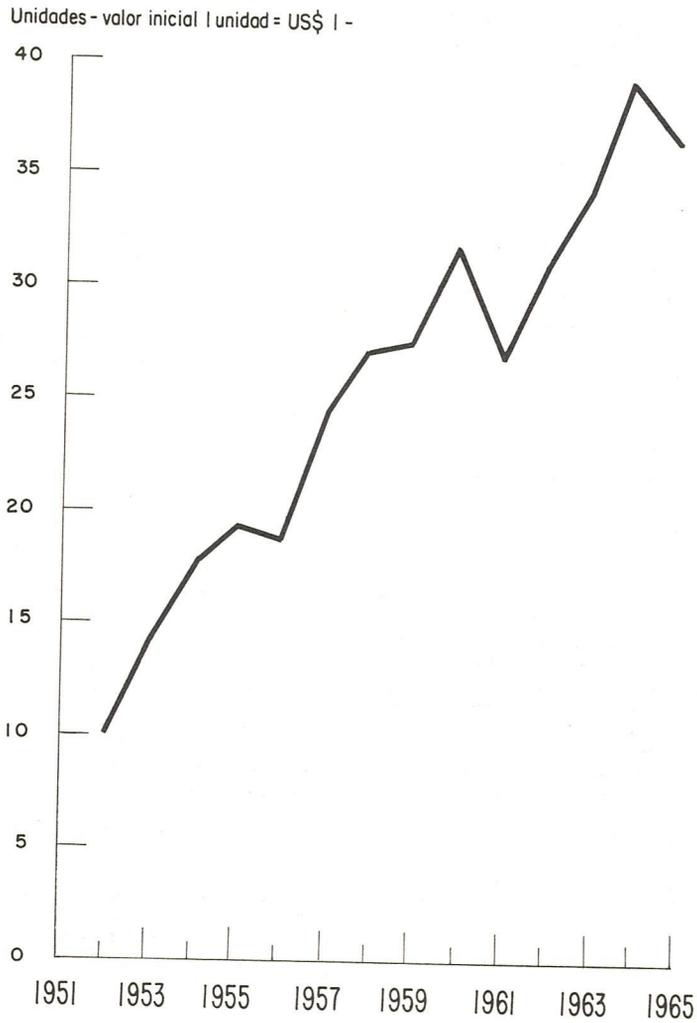
⁷ Los guarismos de la capitalización excluyen a la Sección de Capitalización del Banco Central Hipotecario, porque dicha institución no lleva cuentas separadas respecto a sus otras inversiones.

⁸ De acuerdo con estudios elaborados por el doctor Francisco Pieschacón del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República.

Los primeros intentos prácticos se remontan a los Estados Unidos, cuando en el año de 1952 la Asociación de Profesores Universitarios estableció la llamada anualidad variable, o sea, una pensión o renta mensual de retiro variable de acuerdo con las cotizaciones bursátiles; esta nueva modalidad de seguro de renta vitalicia se basa en la inversión continua de una parte de las reservas matemáticas en acciones.

Más tarde, el ejemplo estadounidense fue aplicado en Holanda, con el llamado seguro de fracciones o unidades, así como en la Gran Bretaña a través del Equity-Life-Assurance. En la República Federal de Alemania se introdujo, a principios de 1970, la llamada Fonds-police y en Francia ya se encuentran en el mercado los llamados seguros de vida de capital variable. En los gráficos 9.6 a 9.9 se puede apreciar claramente la evolución de este tipo de seguros en los principales países que lo han implantado. Como puede verse, en la mayoría de los casos las pólizas correspondientes han registrado una verdadera valorización o incremento.

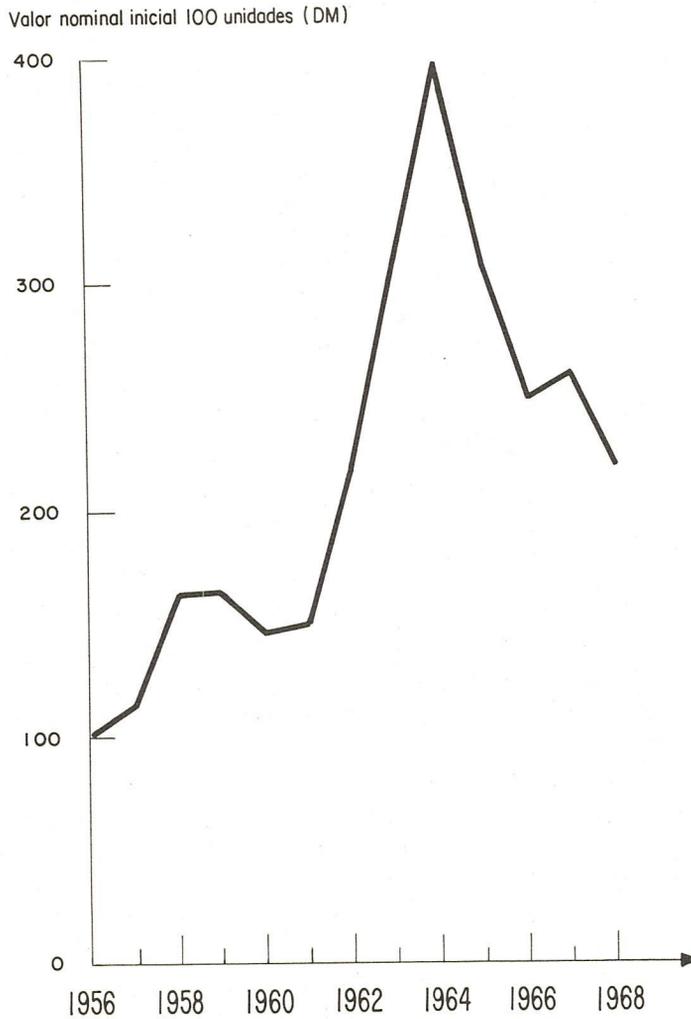
GRAFICO 9.6 – EVOLUCION REAL EN ESTADOS UNIDOS DE UN PLAN DE ANUALIDAD O PENSION DE RETIRO VARIABLE CON RESERVAS MATEMATICAS INVERTIDAS PRIMORDIALMENTE EN ACCIONES



Aunque el tema del seguro de vida y la inflación secular preocupó a los actuarios y expertos mundiales desde hace varios lustros, solamente a partir del año 1952 la ciencia actuarial pudo ofrecer una solución viable.

Esta solución heterodoxa, sin embargo supone un abandono parcial de un principio básico que dominó durante mucho tiempo la técnica actuarial. En efecto, hasta entonces las aseguradoras de vida ofrecían prestaciones garantizadas, tanto en lo pertinente al costo de mortalidad como en lo referente a la obtención de una tasa de interés o rendimiento mínimo para los asegurados de vida; este principio incluía, lógicamente, el hecho de que cualquier riesgo bursátil en las inversiones de capital sería asumido, en su totalidad, por las compañías de seguros de vida, las cuales, por mormas legales y motivos de seguridad y continuidad, proseguían una política inversionista conservadora y orientada, primordialmente, hacia los valores nominales, o sea, inversiones en préstamos hipotecarios, sobre pólizas, bonos de deuda pública, cédulas hipotecarias.

GRAFICO 9.7 – EVOLUCION HIPOTETICA EN LA REPUBLICA FEDERAL DE ALEMANIA DE UN SEGURO DE VIDA CON RESERVA MATEMATICA INVERTIDA EN ACCIONES



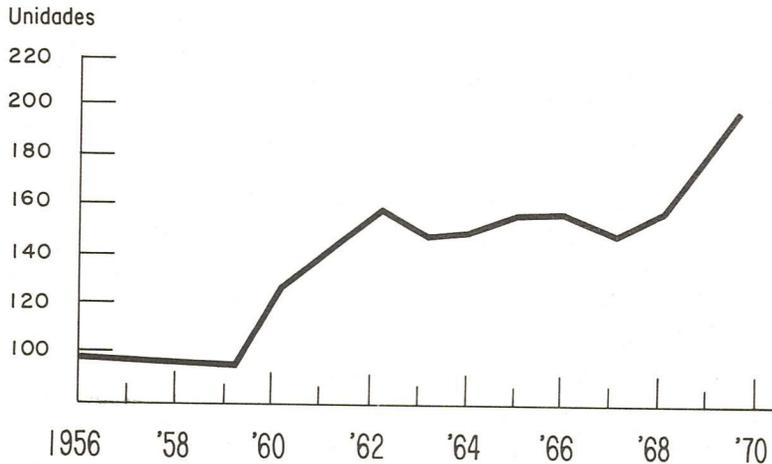
Por tratarse en los seguros de vida de contratos a largo plazo, las aseguradoras de vida mantenían cierta cautela frente a inversiones especulativas. Como medida de seguridad, por otro lado, las bases actuariales para la determinación de primas, reservas, etc., descansaba sobre variables conservadoras; sin embargo, como compensación a una prima determinada a priori, algo más elevada de la realmente necesaria, las aseguradoras de vida establecieron la llamada cláusula de participación en las utilidades técnicas, la cual representa sencillamente, un reajuste, a posteriori, de la prima inicial, conforme a las experiencia obtenida en la mortalidad, gastos de adquisición y administración y rendimiento efectivo realizado en las inversiones de capital.

El sistema de participación del asegurado en la utilidad técnica de las compañías de seguros de vida fue el primer paso tendiente a dinamizar esta forma de ahorro institucional, aunque las consideraciones de la época en que se estableció no se concentraron al

GRAFICO 9.8 – EVOLUCION REAL EN LA GRAN BRETAÑA DE DOS PLANES DE SEGURO DE VIDA INDIVIDUAL CON RESERVAS MATEMATICAS INVERTIDAS PRIMORDIALMENTE EN ACCIONES Y/O FONDOS



GRAFICO 9.9 – EVOLUCION REAL EN HOLANDA DE UN PLAN DE SEGURO DE VIDA INDIVIDUAL CON RESERVAS MATEMATICAS INVERTIDAS PRIMORDIALMENTE EN ACCIONES

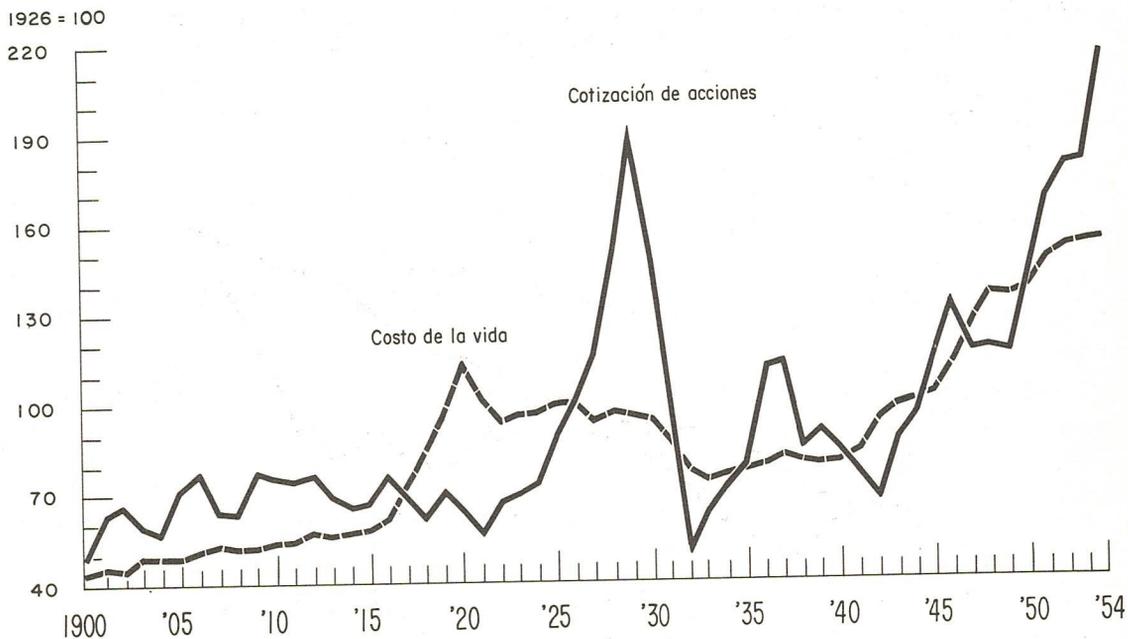


problema de conservar el valor real del seguro, sino más a principios de justicia y de competencia.

Este sistema de participación en las utilidades técnicas lo practican también casi todas las aseguradoras colombianas, pero la experiencia ha demostrado que no es suficiente para compensar la desvalorización monetaria, entre otras razones, a causa del régimen de inversiones forzosas que ha mantenido a un nivel bastante bajo la rentabilidad lograda por las aseguradoras en sus inversiones.

La nueva concepción del seguro de vida con reservas invertidas en acciones descansa en el principio de transferir, en un ciento por ciento, el riesgo bursátil a los asegurados, lo que supone que éstos tengan más conocimiento de los hechos económicos y de los peligros que entraña la inversión en los llamados valores reales. Pero esta transferencia no se limita exclusivamente al riesgo bursátil, sino también a la rentabilidad mínima. Como es sabido, bajo el sistema ortodoxo, las compañías de seguros de vida garantizan a sus asegurados un interés mínimo, llamado interés técnico, el cual sirve de base para el cálculo de las primas y reservas matemáticas. Bajo la nueva modalidad, es obvio que las aseguradoras de vida no puedan asumir una garantía incondicional de dicho interés técnico y a ello se debe que las bases actuariales para los seguros de vida combinados con fondos mutuos o inversiones en acciones descansen en un tipo de interés del 0% anual.

GRAFICO 9.10 – EVOLUCION DEL INDICE DEL COSTO DE LA VIDA Y DEL INDICE DE COTIZACION BURSÁTIL DE LAS ACCIONES EN ESTADOS UNIDOS



Al mismo tiempo, esta nueva concepción dinámica del seguro de vida, aplicable también a la capitalización, descansa en la interdependencia, registrada en los países industrializados, entre el índice del costo de la vida como indicador del proceso de desvalorización paulatina de la moneda y el incremento en el índice de la cotización bursátil para acciones; efectivamente, los estudios actuariales llevados a cabo, primero en los Estados Unidos y posteriormente en Europa, confirman la existencia de un paralelismo entre estos dos índices, o sea, la tendencia de que a medida que la moneda se desvaloriza, se valoriza simultáneamente una cartera en acciones. En realidad, es asombroso apreciar este paralelismo en los gráficos 9.10 a 9.13.

Desafortunadamente, esta tendencia no se confirma en Colombia, debido, primordialmente, a la debilidad de nuestro mercado de capitales; según puede apreciarse en el gráfico 9.14, a partir del año de 1950 estos dos índices, el del costo de la vida y el de las cotizaciones bursátiles de las acciones, no transcurren en forma paralela, lo cual equivale a

GRAFICO 9.11 – EVOLUCION DEL INDICE DEL COSTO DE LA VIDA Y DEL INDICE DE COTIZACION BURSATIL DE LAS ACCIONES, EN SUIZA

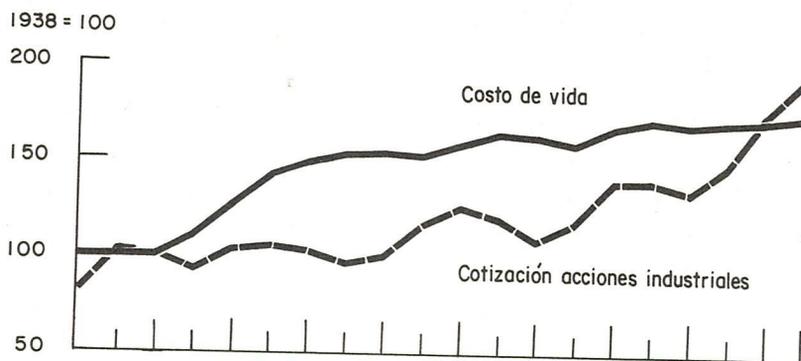
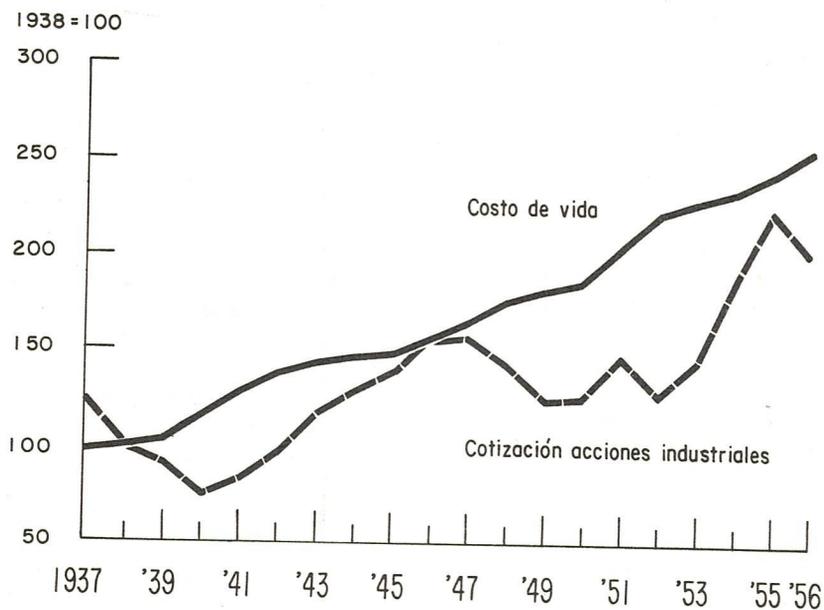


GRAFICO 9.12 – EVOLUCION DEL INDICE DEL COSTO DE LA VIDA Y DEL INDICE DE COTIZACION BURSATIL DE LAS ACCIONES, EN GRAN BRETAÑA

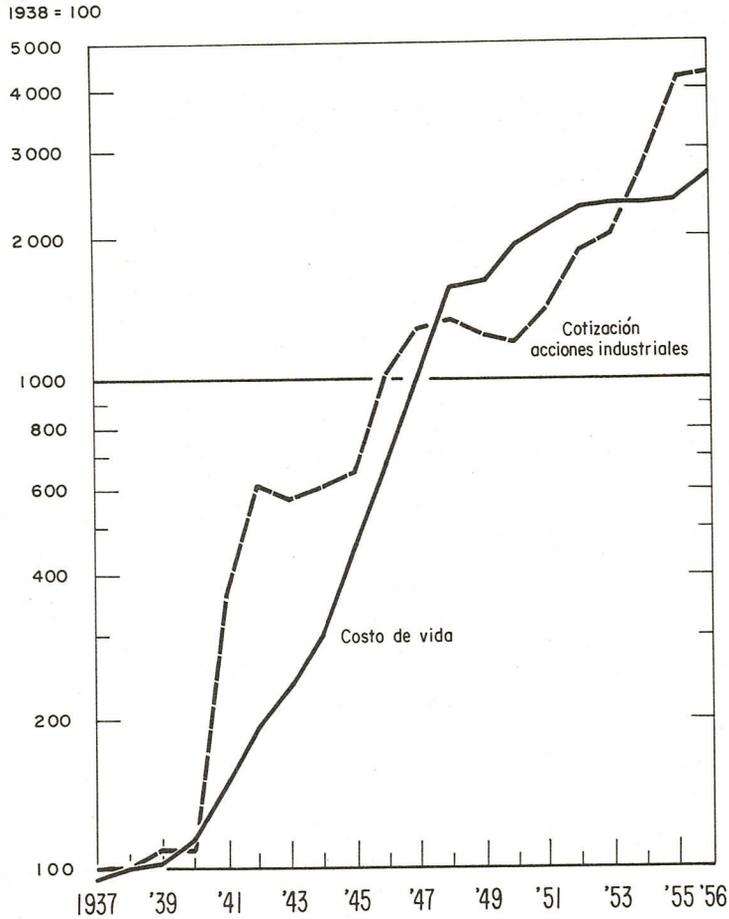


que la desvalorización monetaria no es compensada suficientemente con la valorización en acciones.

Pero siguiendo la ideología de la segunda solución mejor, consideramos que mediante medidas gubernamentales que supriman o atenúen, por lo menos, la rigidez del régimen de inversiones forzosas vigente para las compañías de seguros y sociedades de capitalización, los actuarios colombianos estarán en capacidad de ofrecer sistemas de amparos de vida con la posibilidad de valorización, aunque ésta no sea tan significativa como en los países industriales.

Analizando el mismo gráfico se llega también a la conclusión de que las inversiones inmobiliarias, en general, sí registran en su valorización anual una tasa compensatoria de la tasa anual de inflación, o sea, que técnicamente sería factible un seguro de vida con reservas matemáticas invertidas en inmuebles.

GRAFICO 9.13 – EVOLUCION DEL INDICE DEL COSTO DE LA VIDA Y DEL INDICE DE COTIZACION BURSATIL DE LAS ACCIONES INDUSTRIALES, EN FRANCIA

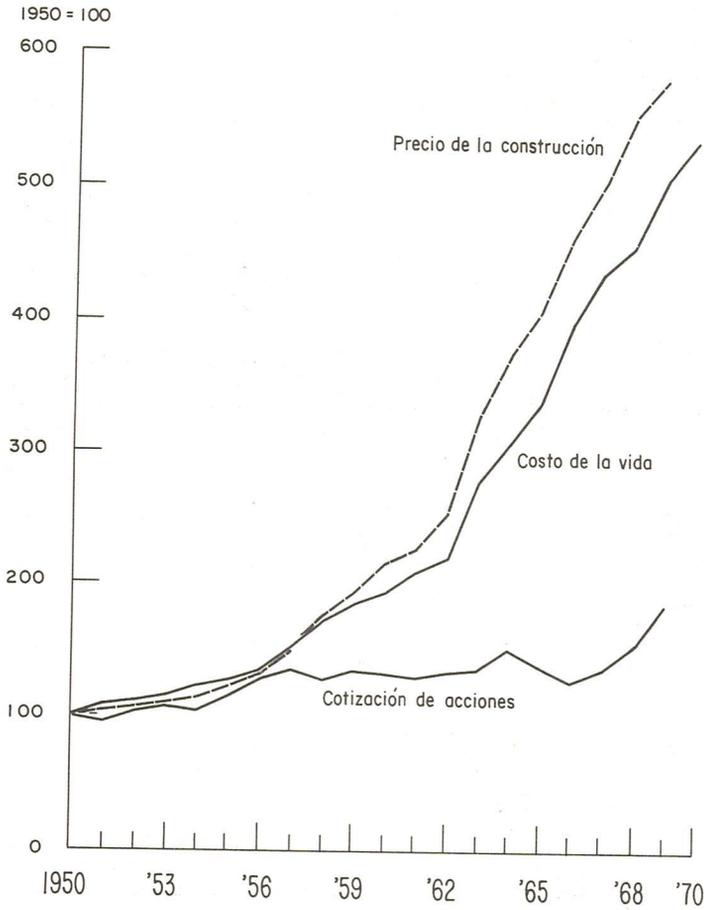


A falta de estadísticas más significativas, para la evolución de las inversiones inmobiliarias se ha tomado el índice correspondiente a los precios implícitos del sector construcción en el producto interno bruto, según las Cuentas Nacionales elaboradas por el Banco de la República; es obvio que no se trata de una fuente ideal, por incluir las obras públicas, pero creemos que la tendencia es representativa. Para llegar a conclusiones más exactas sería necesario, naturalmente, un estudio más amplio sobre este particular.

Como es obvio, estas consideraciones no deben llevar a una exageración de las inversiones, por parte de las aseguradoras y capitalizadoras, en valores altamente especulativos, porque las instituciones de seguro, por su concepción e índole, deben ofrecer ante todo seguridad; no obstante, ya es hora de que también en Colombia el legislador se aparte parcialmente del rígido principio nominalista respecto a las inversiones de capital de la economía del seguro.

La adopción de esta nueva concepción traería consigo interesantes impulsos para la industria del seguro y el desarrollo de amparos poco practicados en nuestro país; nos referimos a la complementación, por parte del seguro privado, de las pensiones de jubilación o

GRAFICO 9.14 – EVOLUCION DEL INDICE DEL COSTO DE LA VIDA, DEL INDICE DE LOS PRECIOS DE LA CONSTRUCCION Y DEL INDICE DE COTIZACION BURSATIL DE LAS ACCIONES, EN COLOMBIA



vejez. Todos conocemos la importancia que juegan los llamados fondos privados de pensión, asegurados o no, en el mercado de capitales de los países industriales, muchos de los cuales orientan sus inversiones de capital en forma casi exclusiva hacia los valores reales, primordialmente las acciones.

Pero para fomentar este sistema complementario de formación de capital es imprescindible, asimismo, establecer ciertos incentivos fiscales, para que tanto las empresas como asalariados establezcan planes de pensión complementarios de los estatales. La ideología del seguro social descansa, en todo el mundo, en el simple hecho de que las prestaciones sociales sean mínimas, es decir, garanticen un mínimo de subsistencia, correspondiéndole al seguro privado la función de complementarlas para lograr una verdadera seguridad social integral. Dicha combinación ha producido excelentes resultados en los países que la han contemplado, lográndose, al mismo tiempo, dos efectos vitales: primero, la redistribución del ingreso nacional y, segundo, el estímulo de la previsión personal y la formación individual de capital, de patrimonio, sin necesidad de caer un estatismo exagerado y, su lógica consecuencia, la burocratización.

Algunos autores y aseguradores colombianos consideran que uno de los obstáculos que limitan la expansión del seguro de vida es el de su alto costo, en comparación con el de otros países. Francamente, no compartimos dicho punto de vista por las siguientes razones

técnico-actuariales. En primer lugar, resulta ingenuo comparar las tarifas de vida en los diferentes países, porque el costo de este seguro lo determina, primordialmente, la mortalidad, la cual no es igual en todo el mundo.

Bien sabido es que la mortalidad en los países industriales, por ejemplo, es mucho más baja que la registrada en los países subdesarrollados, debido a la mayor divulgación de la higiene popular, la medicina preventiva, las técnicas modernas de diagnóstico, etc.; luego el *costo mortalidad* es más alto en las economías en desarrollo. Por otra parte, de acuerdo con los recargos actuariales para las primas de seguro, destinados a cubrir los gastos de adquisición, costos administrativos, etc., el sólo costo de mortalidad oscila entre el 70 y el 90 % de la prima bruta, según el plan de seguro.

La mortalidad constituye, pues, una constante, un costo fijo, que no depende de la voluntad o acción de las aseguradoras de vida, sino de las leyes biológicas y naturales y aunque en todos los países se registra una tendencia decreciente en ella, dicha evolución es secular. Además, las aseguradoras colombianas operan con la Tabla de Mortalidad 1957, relativamente moderna, si se toma en cuenta que muchos países europeos utilizan tablas de mortalidad elaboradas a fines del siglo pasado o a comienzos de éste.

Finalmente, una comparación internacional realizada por nosotros ha demostrado, claramente, que las primas del seguro de vida individual en Colombia son iguales y en ocasiones inferiores a las de países industriales tales como los Estados Unidos, la República Federal de Alemania e Italia.

Siendo las tarifas de vida individual en Colombia muy similares o inferiores a las de dichos países industriales y siendo el costo de mortalidad superior en nuestro país, por las razones antes expuesta, llegamos fácilmente a la conclusión de que los recargos actuariales con que trabajan las compañías colombianas de seguros de vida son bastante inferiores a los aplicados en los países industrializados.

El tipo de interés técnico del 4 % anual utilizado en Colombia es reducido y su aumento, indudablemente, traería una reducción del costo del seguro, pero para ello sería necesario incrementar la rentabilidad de las aseguradoras en sus inversiones de capital, lo cual no es posible con el régimen actual de inversiones forzosas. Cabe anotar que las capitalizadoras trabajan con una tasa de interés técnico del 6 al 9 % anual, entre otras causas por tener una proporción inferior de inversiones obligatorias.

B. Seguros generales y reaseguros.

Naturalmente, el proceso secular de desvalorización monetaria en Colombia no ha afectado, en forma exclusiva, al seguro de vida y contratos de capitalización, sino también a los llamados seguros generales y a las transacciones de reaseguro, absolutamente necesarias para compensar los riesgos de las aseguradoras a escala nacional e internacional. Este efecto se hace sentir, primordialmente en los llamados seguros a primer riesgo, tales como los de enfermedad, responsabilidad civil, etc., en los cuales el pago de la indemnización respectiva no está en función del valor asegurado. Pero también en los seguros generales a segundo riesgo, tales como el de incendio, transportes, etc., la inflación repercute desfavorablemente.

La explicación es muy sencilla: el aumento paulatino del nivel de precios incrementa desproporcionalmente los costos de reparación, asistencia médica, reposición de instalaciones, los cuales afectan en forma muy notoria a las aseguradoras ante la ausencia de cláusulas de reajuste automático; además, por ser la economía del seguro un sector típicamente trabajo-intensivo, las aseguradoras están abocadas a crecientes costos por concepto de sueldos y prestaciones sociales, los cuales suelen crecer más aceleradamente que el aumento de la producción o primas recaudadas; finalmente, la alta proporción de mano

de obra no permite, como es el caso en los sectores económicos capital—intensivos, absorber, con aumentos considerables en la productividad, la incidencia del fuerte incremento en los costos de producción.

Bajo el punto de vista de los asegurados, el proceso inflacionista se encarga de que el valor del seguro casi nunca esté acorde con el verdadero valor comercial del objeto asegurado, o sea, a que exista siempre el llamado fenómeno del infraseguro, factor muy negativo en caso de que el riesgo ocurra.

Para evitar la desventaja que el proceso secular de inflación trae consigo, tanto para asegurados como para aseguradoras, en muchos países se han implantado, también en los seguros generales, cláusulas de reajuste automático de los valores asegurados y, por ende, de las primas de seguro. Con el nombre de *seguro de valor nuevo* se practica en muchos países europeos un sistema, para el seguro de incendio, por medio del cual los valores asegurados y primas de seguro correspondientes son reajustados periódicamente de acuerdo con el índice del costo de la construcción. En Alemania, por ejemplo, esta modalidad fué introducida en el año de 1928, habiéndose registrado muy buenos resultados.

Asimismo, en la República Federal de Alemania el seguro de responsabilidad civil contempla, en sus condiciones generales, una cláusula de reajuste para la prima de seguro, de acuerdo con un índice mixto calculado y publicado por la Superintendencia de Seguros; este sistema operó de 1952 a 1965. A partir de dicho año fue modificado el *modus operandi*, porque el cálculo del índice ya no compete a la Superintendencia, sino a un fiduciario independiente, nombrado de común acuerdo con ella.

En realidad, el sistema de índices se aplica en numeros países, como puede verse claramente en la ponencia e informes nacionales presentados al Tercer Congreso Mundial de la Asociación Internacional de Derecho de Seguros, celebrado a principios de 1970 en París.

Según nuestra opinión, en Colombia no existe impedimento alguno para poner en práctica el sistema de reajuste automático en los seguros generales y creemos que un común acuerdo entre las compañías de seguros y la Superintendencia Bancaria sería fácil de lograr.

3. *Carencia absoluta de incentivos tributarios.*

Hemos visto anteriormente, la estrecha interdependencia que se registra en Colombia entre el régimen de inversiones forzosas y el proceso secular de la inflación. La inversión forzosa para las aseguradoras y capitalizadoras se ha convertido en una camisa de fuerza, en un sistema rígido que no ha permitido a dichas instituciones el proceso de adaptación a nuevas fórmulas de seguro, indispensables en una economía inflacionista como la colombiana; la realidad se ha encargado de demostrar que, por lo menos en Colombia, y pese a las aseveraciones de muchos economistas, la inflación representa una constante en nuestro desarrollo económico y que por baja que sea su tasa anual, ella desestimula el ahorro personal e institucional; debemos, pues, vivir con la inflación, aunque personalmente opinamos que ella no constituye un elemento concomitante del crecimiento económico; creemos que la estabilidad monetaria también es posible en un país subdesarrollado, entendiendo por este concepto una tasa máxima de inflación al año del 2%. No obstante, la realidad nos enseña que por diferentes motivos políticos, presión social y sindical, déficit *spending*, política de dinero barato, es muy difícil lograr en Colombia una estabilidad monetaria.

Por otra parte, la baja rentabilidad neta de las diferentes formas de ahorro institucional en Colombia, es decir, la rentabilidad resultante de descontar la tasa de inflación anual de

la rentabilidad bruta, nos lleva forzosamente a abogar en pro de verdaderos incentivos tributarios para el ahorro en Colombia, partiendo de la filosofía de que el Estado debe compensar equitativamente los estragos que en el ahorro causa la inflación; con franqueza, creemos que la mayor responsabilidad del proceso inflacionista recae sobre los hombros del Estado y que él es uno de los sectores que más se beneficia con este proceso, por las razones argüidas en capítulos pasados; luego, por equidad y mediante subsidios o incentivos tributarios, él debe compensar esta anomalía.

La política de subsidios o subvenciones para el ahorro se ha impuesto ya en muchos países industriales, como la República Federal de Alemania, en donde la desvalorización monetaria nunca ha sido tan acentuada como para reducir a un mínimo el margen de rentabilidad neta o hacer que ella sea negativa como sucede en Colombia. Con mayor razón, pues, en nuestro país el Estado debería crear, según nuestra opinión, los instrumentos compensatorios del proceso inflacionista por él originado y fomentado.

Si analizamos el cuadro 9.19, llegamos fácilmente a la conclusión de que en materia de status tributario para el ahorro institucional, ha faltado una verdadera política gubernamental de fomento, que al mismo tiempo, sea equitativa para las diferentes instituciones y para su clientela; es lógico que esta falta de coherencia y concepción repercuta desfavorablemente en algunas instituciones que compiten lealmente con sus colegas en el mercado del ahorro institucional. No hay motivo alguno para establecer, cimentar e institucionalizar situaciones discriminatorias frente a algunas instituciones; claro está, debemos admitir, que dichas discriminaciones no han sido implantadas en forma deliberada y consciente por las instancias gubernamentales; ellas se deben, sencillamente, a la prosecución de una política económica, basada generalmente en improvisaciones, para resolver problemas agudos del momento, sin que las decisiones sean antecedidas por análisis globales sobre sus repercusiones positivas o negativas en todo el sistema económico, error que, precisamente, ha querido evitar el gobierno con este simposio internacional.

Volviendo a la economía del seguro y al status tributario vigente para su clientela, en el cuadro 9.20 hemos indicado los principales impuestos que la gravan, los cuales, valga la

CUADRO 9.19 – STATUS TRIBUTARIO DE LAS PRINCIPALES FORMAS DE AHORRO INSTITUCIONAL EN COLOMBIA (Formas de ahorro)

Gravámenes	Seguro social	Seguro de vida privado		Cédulas de capitalización	Depósitos de ahorro	Certificados fondos de inversión	Certificados fondos de inversión	Valores bursátiles	
		Individual y grupo	Colectivo					Renta fija cédulas hipotecarias	Renta variable
I. Impuesto a la renta									
a) Contribuciones, primas, cuotas	Deducibles	No deducibles	Deducibles aportes empresas	No deducibles	No deducibles	Deducibles aportes empresas.	No deducibles	No deducibles	No deducibles
b) Indemnizaciones	Exentas	Exentas	Exentas	Exentas					
c) Rendimientos dividendos, sorteos, valorización		Gravables	Gravables	Gravables	Exentos rendimientos primeros \$150 mil	Exentos	Reinversión exenta	Exención limitada	Exentos hasta \$12 mil anuales
II. Impuesto de patrimonio	Exento	Gravable	Gravable	Gravable	Exentos hasta \$150 mil	Exentos	Gravable	Exención ilimitada	Exentos hasta \$60 mil
III. Impuesto de asignaciones y donaciones	Exento	Gravable	Gravable	Gravable	Exento	Gravable			
IV. Impuesto de timbre	Exento	Gravable	Gravable	Gravable	Exento	Exento	Exento	Exento	Gravable

CUADRO 9.20 - GRAVAMENES DIRECTOS PARA ASEGURADOS Y SUSCRIPTORES DE CAPITALIZACION EN COLOMBIA

I. Gravámenes a las primas y cuotas

Impuesto de timbre

1. Pólizas vida individual	3 %	de la prima
2. Pólizas seguro colectivo y vida en grupo	2.5 %	de la prima
3. Seguros generales	4.0 %	de la prima
4. Contratos de capitalización	0.20 ‰	Valor nominal suscrito; se causa sólo una vez.

de \$0. a 3.000	de \$ 3.001 a 10.000	de \$10.001 a 20.000	de \$20.001 a 40.000	de \$40.001 a 60.000	de \$60.001 a 80.000	de \$ 80.001 a 100.000	de \$100.001 en adelante
--------------------	-------------------------	-------------------------	-------------------------	-------------------------	-------------------------	---------------------------	-----------------------------

(Porcentajes)

II. Gravámenes a las indemnizaciones

Impuesto asignaciones y donaciones

Seguros personales (Vida y accidentes, rentas)

Grado de parentesco con el causante o donante:

A. Descendientes legítimos, hijos naturales; descendientes legítimos de los hijos naturales y cónyuge que recoge porción conyugal, herencia legado, donación u otra asignación

1.3 2.6 3.9 5.2 6.5 7.8 9.1 10.4

B. Ascendientes legítimos, padres naturales, hermanos legítimos y hermanos naturales

3.9 5.2 6.5 7.8 9.1 10.4 13.0 15.6

C. Colaterales consanguíneos legítimos de tercer grado y yernos o nueras

7.8 9.1 10.4 13.0 15.6 18.2 20.8 23.4

D. Los demás consanguíneos y parientes afines, los parientes adoptivos y las personas naturales, extrañas, determinados por el testador

13.0 15.6 18.2 20.8 23.4 26.0 28.6 31.2

E. Los encargos secretos, las personas jurídicas, las corporaciones y fundaciones y en general entidades, asignaciones y donaciones, no comprendidas expresamente en los cuatro grupos anteriores

15.6 18.2 20.8 23.4 26.0 28.6 31.2 33.8

Impuesto de sorteos

Contratos capitalización: 1% de la diferencia entre el valor nominal y el de rescate (sorteos)

verdad, no significan ingresos de mucha consideración para el fisco, según la siguiente distribución, basada parcialmente en estimativos y correspondiente a 1969:

Impuesto de timbre, primas vida y generales	\$ 15.00 millones
Impuesto de timbre capitalización	0.27 millones
Impuesto asignaciones, vida	9.00 millones
Impuesto sorteos, capitalización	0.46 millones
Total estimado	\$ 24.73 millones

Se trata, realmente, de los llamados *gravámenes - bagatela*, o sea, de cargas impositivas cuyo recaudo y administración es más dispendiosa y onerosa que el producto de ellas mismas, de tal manera que su supresión no traería problemas para el fisco. Entre los incentivos tributarios más comunes en los países industriales, para el ahorro canalizado a través de las instituciones de seguro, figura el de la deducibilidad, para efectos del impuesto de la renta, de las primas anuales pagadas por los asegurados, siempre y cuando reúnan ciertos requisitos. Por ejemplo, la legislación alemana contempla desde hace más de 75 años este incentivo tributario y a ello se debe el gran impulso del seguro de vida en dicho país.

Asimismo, el seguro de vida fue incluido recientemente en Alemania dentro de los incentivos fiscales creados para la llamada *formación de patrimonio o capital*, por considerar que es una institución muy necesaria para el desarrollo económico. En el corto plazo de vigencia que lleva esta ley, se han obtenido éxitos muy apreciables. Del 1o. de octubre de 1970 al 10 de diciembre del mismo año, las compañías alemanas de seguros de vida vendieron 520.000 pólizas de vida cobijadas con este último incentivo. Interesante

también es la posibilidad de establecer en nuestro país una póliza de seguro de vida herencial, mediante un acuerdo expreso con la División de Impuestos Nacionales, destinado al pago de los impuestos de sucesión, lo cual agilizaría las demoras en los trámites legales y representaría una garantía para el fisco de percibir los gravámenes correspondientes; al mismo tiempo, protegería a los herederos contra el peligro de embargos y, por consiguiente, de pérdida de su fuente de subsistencia después del fallecimiento del sostén de la familia. Como incentivo podría contemplarse el de una tasa menor de impuesto de sucesión, cuando la División de Impuestos Nacionales figure como beneficiaria exclusiva en la póliza.

4. *Alta caducidad en los seguros de vida y contratos de capitalización.*

En el análisis de los problemas fundamentales del seguro en Colombia nos hemos concentrado, primordialmente, a los factores exógenos engendrados por la legislación de inversiones forzosas y la inflación secular. Aunque se trata de un factor endógeno, o sea, que depende en mayor grado de las aseguradoras, no podemos pasar por alto la problemática de la altísima caducidad que registran las pólizas de vida individual y los títulos de capitalización, factor que contribuye a encarecer innecesariamente los costos de producción y gastos de administración.

La alta caducidad en combinación con el alto porcentaje de desahorro, originado por los préstamos prendarios sobre pólizas y cédulas, constituyen tendencias muy desfavorables. Según nuestra opinión personal, los principales motivos de dichos fenómenos deben buscarse en el sistema de comisiones descontadas, en la mentalidad de los agentes colocadores y en la facilidad de obtener préstamos, cuyo costo anual, según normas de la Superintendencia Bancaria es del 9% para las pólizas de vida. En los contratos de capitalización, las tasas para préstamos con pignoración del título fluctúan entre el 8 y el 11% anual. En ambos casos se trata, pues, de tasas más bien bajas, si se considera el costo promedio del dinero y del capital en Colombia.

En muchas ocasiones el proceso de desahorro y caducidad prematura es estimulado por la mayor rentabilidad que ofrecen a su clientela otras modalidades de ahorro institucional, no sujetas al régimen de inversiones forzosas y que gozan, al mismo tiempo de incentivos tributarios, de tal modo que muchos asegurados de vida o suscriptores de capitalización toman préstamos prendarios sobre sus pólizas o cédulas e invierten dichas sumas en tales instituciones. En las recomendaciones acerca de incentivos tributarios para las pólizas de vida y contratos de capitalización hemos incluido, algunos requisitos, que, a nuestro juicio, podrían ponerle coto o atenuar estas tendencias.

Mientras que la duración promedio de las pólizas de vida individual es, por ejemplo, de 15 a 20 años en Alemania, en Colombia, según estimativos, llega apenas a 4 o 6 años, cifras que reflejan claramente la magnitud del problema relacionado con la caducidad prematura.

VIII. Conclusiones y recomendaciones.

1. *Conclusiones.*

Partiendo de las consideraciones expuestas en este estudio, es fácil llegar a las siguientes conclusiones:

A. La economía del seguro y la capitalización juegan un papel preponderante en el proceso innovador y de acumulación de capital; las funciones microeconómicas, macroeconómicas, anticíclicas, redistributivas y sociales del seguro en los sectores de la produc-

ción, distribución, consumo, financiación, inversión, monetario y crediticio, constituyen una *conditio sine qua non* para el crecimiento acelerado y sostenido de una economía y para llegar a una sociedad más igualitaria;

B. El seguro y la capitalización representan una modalidad muy importante, en todo el mundo, de ahorro institucional, fomentando y fortaleciendo sus inversiones el mercado nacional de capitales y, con ello, las facilidades de financiación para la creciente industria;

C. El régimen de inversiones forzosas vigente actualmente en Colombia es altamente discriminatorio para la economía del seguro y la capitalización, colocándolas en una posición competitiva muy desventajosa frente a otras formas de ahorro institucional;

D. La inflación secular constituye uno de los principales obstáculos para el desarrollo y expansión de la industria del seguro; el Estado como principal responsable del proceso inflacionista, originado mediante la monetización de la deuda pública, las inversiones de infraestructura, la política de dinero barato, los déficit *spending*, etc., debe establecer mecanismos compensatorios, subvencionando al ahorro institucional y creando adecuados incentivos tributarios. La otra alternativa posible sería que el Estado abandonase su política de dinero barato (congelación de precios y arrendamientos, fijación de tasas de interés, baja rentabilidad de sus títulos de deuda pública, etc.), con el fin de que el mercado respectivo se encargase de lograr la correspondiente compensación de alta tasa de desvalorización monetaria, o que desista por completo de financiaciones inflacionistas y se decida por una estricta política de estabilidad monetaria, lo cual no creemos factible en las condiciones actuales de la política y economía colombiana;

E. La combinación *inversiones forzosas - inflación secular* representa un fuerte impasse para la evolución del seguro y la capitalización y ha impedido el proceso de adaptación, indispensable en una economía inflacionista, por parte de las aseguradoras y capitalizadoras;

F. La valorización de las acciones no es suficiente, en Colombia, para compensar la alta tasa de inflación anual, pero con base en la filosofía de la *second best*, debería permitírsele a las aseguradoras y capitalizadoras orientar sus inversiones hacia este sector; según los resultados de este estudio, todo indica que la mejor solución para ofrecer un seguro de valor constante radica en las inversiones inmobiliarias y en la construcción;

G. El status tributario para el ahorro institucional en Colombia es también discriminatorio respecto al seguro privado y la capitalización, mermando su capacidad competitiva;

H. La legislación actual no es propicia para la introducción, en otros ramos de los seguros, de amparos y protecciones de valor constante; el régimen de inversiones admisibles para aseguradoras y capitalizadoras no responde a las necesidades actuales; dicho régimen debe ser ampliado y contemplar, desde un principio, la suficiente elasticidad y flexibilidad para evoluciones futuras;

I. Los impuestos de timbre, asignaciones y sorteos que gravan a la actividad aseguradora no son rentables para el fisco y merman, individualmente, en forma considerable, la protección real para la familia.

2. Recomendaciones.

Basados en las conclusiones anteriores, a continuación presentamos las siguientes propuestas y recomendaciones concretas:

A. Supresión del sistema de inversiones forzosas.

Habiendo demostrado la ideología de las inversiones forzosas, su ineficacia, creemos que lo más aconsejable es su eliminación; no obstante, para no causar traumatismos a las insti-

tuciones privadas y gubernamentales que hasta ahora se han beneficiado con ellas, logrando fácil y cómodamente recursos baratos, es decir, recibiendo subsidios indirectos de sus competidoras por el ahorro institucional, proponemos que las actuales sean congeladas, de tal modo que la amortización y vencimiento natural de las existentes se encargue, con el tiempo, del desmonte automático y completo. Este período de transición o vencimiento natural es de 20 años, tiempo suficiente para no producir fricciones indeseables. En el futuro, pues, las instituciones emisoras de cédulas, bonos y otros valores deberán orientarse, respecto a las condiciones de rentabilidad, precio de venta, cotización bursátil, etc., por las condiciones reinantes en el mercado de capitales, lo cual le daría a éste la importancia necesaria de barómetro en el proceso de acumulación de capital y mayor eficiencia, porque es lógico que las futuras emisiones se realizarían a través de él. Esto tendría un efecto favorable sobre el tipo de interés promedio; no debemos olvidar que la división artificial de un mercado, a un lado inversiones forzosas, al otro, inversiones libres, con rendimientos tan dispares, produce una estrechez del mismo y un aumento desproporcional de las tasas de interés de los papeles de inversión libre, porque es obvio que los inversionistas forzosos traten de compensar con las inversiones libres la baja rentabilidad de las forzosas.

B. Implantación de subsidios, o subvenciones gubernamentales para el ahorro institucional.

Interesante es el modelo alemán, implantado en 1959 con muy buenos resultados, el cual podría servir de base para las discusiones en Colombia. De acuerdo con él, el Estado alemán reconoce un subsidio denominado *prima de ahorro* que llega actualmente hasta un 30% al año y la cual se concede a personas naturales cuya renta líquida no sea superior a 6.000 marcos anuales, cuando son solteras y 12.000 marcos anuales cuando son casadas. La suma mínima que debe ahorrar la persona al año es de 60 marcos y la máxima, beneficiada con esta prima o subvención, es de 1.200 marcos al año.

Las *primas de ahorro* concedidas por el gobierno están exentas del impuesto sobre la renta y ellas abarcan las principales formas de ahorro institucional; para hacerse acreedor a este subsidio, la persona beneficiada debe congelar sus ahorros por un período de 6 años; la correspondiente legislación es muy detallada en la reglamentación y considera situaciones especiales de acuerdo con el número de hijos.

Simultáneamente existe un fomento para la *formación de patrimonio o capital* por parte de la clase trabajadora, el cual complementa el sistema de prima de ahorro. Indudablemente, una explicación más detallada de este sistema iría más lejos del marco trazado para este estudio.

Finalmente, es interesante anotar que para el año fiscal 1969, el gobierno federal alemán y las otras instancias gubernamentales estimaron en casi \$ 4.000 millones los costos de este sistema de fomento al ahorro institucional.

C. Deducibilidad de las primas de seguro y cuotas de capitalización.

Mientras que la concesión de primas o subsidios de ahorro representa un sistema directo o activo de fomentar el ahorro, la implantación de la deducibilidad constituye un sistema indirecto o pasivo. El permitir que las primas de seguros de vida sean deducibles de la renta líquida, para efectos de la determinación del impuesto sobre la renta y complementarios, es una institución de vieja data en los países industriales. En Colombia apenas se conoce, muy incipiente, para las personas jurídicas, pero no para las naturales, o sea, para las economías domésticas, aunque dicha deducibilidad sólo es para unos pocos ramos.

Bajo el rubro de *deducciones especiales* podría establecerse esta modalidad en Colombia, para fomentar el ahorro a través del seguro de vida y de las cédulas de capita-

lización; es obvio, por motivos tributarios, que la deducibilidad no puede ser ilimitada, pero según nuestra opinión no deben establecerse sumas máximas, porque el mismo proceso inflacionista se encargará de socavar su efectividad en un futuro no muy remoto, haciéndolas inoperantes. Claro está que pueden fijarse sumas máximas en valores absolutos, aceptadas como deducibles por concepto de pago de primas de seguros de vida y contratos de capitalización, estableciéndose, al mismo tiempo, un índice de reajuste a los precios de determinado año, pero dicho sistema sería complicado, Por tal razón, consideramos más conveniente que el tope máximo se fije en un porcentaje de la renta bruta líquida o gravable. Con ello se restablecería la equidad entre el seguro social y el privado, porque de acuerdo con la actual legislación tributaria, los aportes personales al seguro social sí son deducibles para efectos de determinar la renta gravable de un contribuyente.

Conforme a la legislación actual podrían establecerse dos categorías de contribuyentes: en primer lugar, aquéllos con una renta líquida gravable inferior a \$ 40.000 y, en segundo término, aquéllos con una superior a esta suma. Los porcentajes de esta deducción especial podrían ser los siguientes:

I. Renta líquida inferior a \$ 40.000.00	Deducción especial sobre renta líquida.
a) Solteros	5%
b) Casados sin hijos	10 %
c) Casados con hijos	1% adicional por cada hijo, máximo
	15 %
II. Renta líquida superior a \$ 40.000.00	
a) Solteros	3%
b) Casados sin hijos	6%
c) Casados con hijos	1% adicional por cada hijo, máximo.
	12%

Para evitar la alta caducidad, anotada anteriormente, en las pólizas de vida y las cédulas de capitalización, por cada año de vigencia del respectivo contrato podría concederse, durante los 5 primeros años, por ejemplo, un porcentaje adicional de deducibilidad, partiendo de los mismos porcentajes sugeridos o más bajos.

Por otra parte, debido a que el costo del seguro guarda estrecha relación con la edad de la persona, es decir, para las personas mayores es mucho más alto que para las menores, podría contemplarse este hecho con porcentajes diferenciales.

A nuestro juicio, la reglamentación respectiva debe contener los siguientes puntos y principios:

a) La deducibilidad se extiende a las primas de seguros de vida, enfermedad y hospitalización, accidentes personales, rentas temporales o vitalicias, es decir, seguros de pensión, seguro educacional, cuotas de capitalización, ya sean éstas únicas o periódicas;

b) Para tener derecho a la deducción de las primas de seguro y cuotas de capitalización, el asegurado no puede hacer uso de los préstamos prendarios sobre su póliza o cédula. Este sistema es fácil de controlar mediante certificaciones de las respectivas compañías de seguros y sociedades de capitalización;

c) Debe establecerse una escala creciente en los porcentajes de deducibilidad, de acuerdo con los años de vigencia de la póliza o cédula, así como según la edad del asegurado; ello repercute muy favorablemente sobre la perseverancia;

d) El plazo mínimo de los contratos debe ser de 5 años para las cédulas de capitalización y 10 para las pólizas de vida individual;

e) El sistema de deducciones especiales no debe ser incompatible con el de subsidios o primas gubernamentales para el ahorro ni con el de exención de impuestos para las indemnizaciones del seguro.

D. Otros incentivos tributarios.

Entre ellos se pueden mencionar, someramente, los siguientes:

a) Las pensiones de jubilación aseguradas, en compañías y provenientes de ahorros personales, tendientes a complementar la seguridad social, deben ser rentas exentas en el momento de causación, siempre y cuando se hayan contratado en forma de rentas vitalicias;

b) Los dividendos o participación en las utilidades técnicas de las aseguradoras de vida, así como los cupones o dividendos de las cédulas de capitalización, deben considerarse como rentas exentas;

c) Las rentas de invalidez o muerte, contratadas con compañías de seguros, deben también incluirse en la categoría de rentas exentas. En estos tres casos, el tope máximo debe ser el mismo que el de las pensiones de jubilación concedidas por las empresas, las cajas de previsión o el seguro social;

d) Deben suprimirse los impuestos de timbre sobre primas de seguros y los de asignaciones para las indemnizaciones de los seguros personales o, como propuesta alternativa, mantenerse el de asignaciones cuando la indemnización es pagada en forma de suma única, eliminándose cuando ella es pagada mediante rentas temporales de 15 o más años o mediante rentas vitalicias;

e) Establecimiento de una tasa o tarifa más baja en el impuesto de sucesiones, cuando su valor está respaldado con una póliza de seguro, cuyo beneficiario sea exclusivamente la División de Impuestos Nacionales.

E. Ampliación del régimen de inversiones admisibles.

Para lograr mayor flexibilidad en la política inversionista de las aseguradoras y capitalizadoras, el régimen de inversiones admisibles, vigente para ellas, debe ampliarse con los siguientes valores: certificados de fondos mobiliarios, inmobiliarios e hipotecarios; obligaciones o bonos convertibles, warrants y opciones; títulos valores extranjeros, especialmente de la región andina; cédulas o títulos de copropiedad inmobiliaria; administraciones fiduciarias. En el apéndice presentaremos algunas consideraciones muy sucintas sobre algunos de estos mecanismos financieros.

IX. Apéndice.

Fondos de inversión inmobiliaria e hipotecaria.

Los fondos de inversión inmobiliaria han alcanzado gran impulso en varios países. Suiza, por ejemplo, se ha convertido, en poco tiempo, en un instrumento financiero para la construcción de viviendas y edificios. En dicho país existen unos 165 fondos de inversión inmobiliaria, los cuales han expedido más de 12 millones de certificados de inversión por un valor de casi \$ 20.000 millones. Entre sus inversiones inmobiliarias se encuentran más de 50.000 viviendas familiares.

La filosofía de esta clase de fondos de inversión descansa en dos principios básicos: en primer término, ellos desean hacer copartícipes a sus inversionistas de la valorización inhe-

rente a todo proceso de urbanización; en segundo lugar, de acuerdo con las experiencias internacionales, la propiedad raíz, como inversión real, tiende a valorizarse a un ritmo mayor o igual al que se desvaloriza la moneda.

Aunque la prensa financiera internacional registró, hace poco, la quiebra de un fondo de inversiones inmobiliarias, el GRAMCO, este sistema bien encaminado no ofrece mayores peligros que el de cualquier inversión de capital; lógicamente, lo que no puede permitir la legislación es que la sociedad administradora especule en forma malsana o hipoteque las propiedades adquiridas por cuenta de los inversionistas; tampoco debe permitirse la compra de edificios o construcciones cuyo valor individual sobrepase un determinado porcentaje de los activos netos, con el fin de evitar problemas de liquidez.

La aplicación del llamado *Principio de Leverage*, o sea, que por cada dólar de los inversionistas el fondo inmobiliario compraba inmuebles por un valor de cuatro dólares, financiando los tres dólares restantes con hipotecas sobre los inmuebles adquiridos, fue la causa principal del fenómeno de liquidez en el fondo GRAMCO, y, por lo tanto, de su descalabro.

En Colombia ya existe toda una organización, con experiencia, la cual sería ideal para implantar este instrumento financiero. En los siguientes puntos resumiremos algunas sugerencias:

a) Los fondos inmobiliarios pueden ser administrados por las sociedades administradoras de inversión, creadas para el manejo de los fondos mobiliarios, pero con una separación absoluta de sus operaciones y sistemas contables;

b) Deben reglamentarse estrictamente los métodos de avalúo de los inmuebles que configuren el fondo, mediante firmas especializadas externas, con el fin de evitar prácticas malsanas y valorizaciones aparentes;

c) Debe prohibirse que los inmuebles que forman la cartera de inversiones sean hipotecados o dados en prenda;

d) El valor de un solo inmueble adquirido por el fondo no debe sobrepasar un porcentaje total respecto a sus activos netos, con el fin de evitar problemas de liquidez;

e) Debe contemplarse la creación de una considerable reserva de liquidez;

f) Estos fondos deben estar sujetos también al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria;

g) Podría estudiarse la posibilidad de fondos mixtos, o sea, de inversiones mobiliarias e inmobiliarias; y,

h) Lo mismo que en los fondos mobiliarios, debe existir un banco de depósito o entidad fiduciaria, independiente del fondo.

Los fondos de inversión hipotecaria son instrumentos financieros nacidos hace unos diez años y su *modus operandi* es bastante similar al de los fondos inmobiliarios. En los Estados Unidos (Mortgage Trusts) gozan de relativa popularidad. En forma simple, ellos operan como un banco hipotecario, aunque generalmente sus inversiones se concentran en hipotecas a corto plazo o interinas, con una duración promedio de 12 meses, de tal modo que representan instrumentos financieros complementarios de los bancos hipotecarios. Naturalmente existen fondos que otorgan hipotecas a largo plazo o invierten sus activos en acciones de compañías inmobiliarias.

Su introducción en Colombia contribuiría a resolver el problema de la vivienda y su reglamentación debe seguir los principios básicos que hemos enumerado para los fondos inmobiliarios.

Capítulo 10

FONDOS DE INVERSION

Un intento de evaluación sobre su contribución a la inversión

Por ALVARO VELASQUEZ COCK y
LUIS ALBERTO ZULETA J.

I. Introducción.

El proceso de desarrollo económico, entendido para propósitos de este trabajo como el crecimiento del producto bruto nacional (P.B.N. *) en términos reales, requiere como una de sus condiciones necesarias que el proceso de inversión real (I^*) sea positivo. El crecimiento del P.B.N.* es resultado, entre otros, del efecto combinado de la proporción del mismo destinado a inversión y a la productividad de ésta (pI^*), la cual se considera en este trabajo como constante, excepto consideración contraria. Brevemente $P.B.N.* = f(I^*, pI^*)$ ¹.

La inversión es realizada dentro de la economía por las unidades poseedoras de riqueza, por las empresas (cualesquiera que sea su régimen legal), por el gobierno central, departamental (o estatal) y local o por agentes no nacionales. Cada uno de estos sectores financia sus inversiones (reales o financieras) con recursos provenientes de ahorros (y cargos como depreciación si se considera la inversión bruta) internos y/o externos. Cuando la financiación de recursos es provista externamente, esta puede tomar diversas formas y ser realizada a través de amplia variedad de agentes, dentro de los cuales hay un conjunto denominado "intermediarios financieros". El tema central de este trabajo es la actividad de uno de los varios intermediarios financieros, conocidos como fondos mutuos (siguiendo la denominación más utilizada y aceptada). La actividad de estos fondos mutuos es analizada desde un punto de vista sumariado así: Importancia de los intermediarios financieros, particularmente fondos de inversión, en el proceso del ahorro y la inversión, referido al caso de Colombia. Tal como se espera de un seminario como éste, se ha hecho lo posible porque a través del trabajo se obtengan conclusiones que en concepto de los ponentes, sean importantes de estudiar y las que, después de una breve síntesis, pueden resumirse así:

Las sociedades anónimas, hacia las que orienten fundamentalmente sus inversiones los fondos, requieren de un gran volumen de financiación externa, la que puede ser suminis-

¹ Para un excelente sumario de la Teoría del Crecimiento, ver Hahn, F. H. and Matthews, R. C. O., "The Theory of Economic Growth: A Survey, in *Surveys of Economic Theory*, vol. II., A.E.A., R.E.S., 1967.

trada ya sea por intermediarios financieros, monetarios o no monetarios, o por el mercado extrabancario.

Los fondos de inversión, como intermediarios financieros no monetarios, contribuyen en forma apreciable a la financiación de: algunos subsectores del sector manufacturero, el sector bancario y en menor grado, aunque importante, para algunas de las empresas de los sectores comercio y transportes. El mayor número de empresas que efectivamente se mueven en bolsa son del sector manufacturero; sin embargo su número es relativamente reducido, lo que hace que a medida que los fondos crecen, su inversión tenga que ser forzosamente en un número reducido de ellas. Por ello proponemos que se trate por medio de una acción combinada de la bolsa de valores y la Superintendencia de Sociedades Anónimas de que se favorezca la inscripción y la colocación de acciones. Esta acción puede ser adicionada por un tratamiento más favorable para las sociedades anónimas en cuanto a crédito o imposición fiscal (para aquellas sociedades inscritas). Una sugerencia que nos parece importante con el objeto de ampliar por una parte las oportunidades de inversión y por la otra de canalizar recursos del mercado extrabancario, es la de autorizar a los fondos para que realicen inversiones hasta por un 15% en pagarés emitidos por sociedades anónimas del sector manufacturero.

Una inversión que creemos conveniente ampliar es de la de créditos hipotecarios, con el fin de contribuir algo más a la financiación del sector de la construcción. Un 6% estimado sea conveniente. Esta medida, conjuntamente con la insinuada anteriormente, ampliaría el rango de inversiones de los fondos y contribuiría a aminorar los efectos de altos rendimientos en mercados como el extrabancario, el cual es sustituto cercano de las unidades de inversión por parte del público.

Igualmente sugerimos que cuando se trate de suscripción de nuevas acciones que superen el límite autorizado por la ley, este sea ampliado para las acciones que corresponden a emisiones, y se dé un plazo de 12 meses para ajustarse al límite legal.

Para evitar el control que puedan ejercer los fondos sobre ciertas compañías, aconsejamos que el máximo de votos a que tenga derecho un fondo en las asambleas no exceda del 20% de las acciones representadas al momento de la asamblea, o que, alternativamente, se limite la representación en una junta directiva a un miembro, cuando el número de acciones en poder del fondo dé como resultado una representación superior.

Dada la deficiente y escasa información por parte de las sociedades anónimas, sugerimos que sea exigido por la Superintendencia de Sociedades Anónimas el que las empresas presenten informes trimestrales, a lo cual puede llegarse exigiendo primero, durante dos años, informes semestrales y después informes trimestrales.

Con el fin de definir el período en que los rendimientos por inversión en los fondos estén exentos de impuestos, se sugiere que esto se haga efectivo, siempre y cuando la inversión realizada se conserve por un período no inferior a un año.

Con el fin de dar una objetiva información sobre lo que los fondos representan, debe autorizarse a la Superintendencia Bancaria para que vigile la propaganda hecha por éstos de modo que no obedezca a criterios de mercadeo irresponsables.

Por último, proponemos la creación de una comisión de valores que se encargue en parte o en su totalidad de las actividades relacionadas con valores mobiliarios y como tal tenga atribuciones de vigilancia sobre la bolsa de valores, agentes o intermediarios de valores, controle la forma de presentar los informes y datos mínimos que deben contener, propenda por la creación de una verdadera profesión de auditoría independiente y promueva por todos los medios un eficiente mercado de valores.

II. Intermediarios financieros.

Apenas recientemente ha sido incorporado, dentro del análisis económico, el estudio riguroso de las actividades del conjunto de los intermediarios financieros, descritos en la forma más simple, como instituciones que reciben recursos financieros sobre los cuales constituyen pasivos y adquieren activos de las entidades a las que transfieren los recursos obtenidos (propios y/o ajenos).

Algunos, como los intermediarios financieros monetarios, han figurado ampliamente en la literatura económica, en especial en lo que se refiere a la creación de medios de pago; otros han figurado a nivel descriptivo o de análisis parcial; sin embargo, un análisis de equilibrio global con inclusión de intermediarios financieros monetarios y no monetarios, se debe al pionero estudio de John G. Gurley y Edward S. Shaw², publicado en 1960. El tema central de la obra es el análisis de la neutralidad del dinero en un marco de economía neoclásica y bajo qué condiciones restrictivas el dinero es neutral. Para este análisis desarrollan una Teoría de Finanzas de gran riqueza que será básicamente empleada en el presente trabajo.

Para analizar las actividades de los intermediarios financieros puede partirse de un modelo de economía abstracto, definido en forma simplificada así: existe un sector *productor* que manufactura bienes (o eventualmente presta servicios) para cuya producción utiliza mano de obra y otros insumos. La mano de obra recibe una remuneración cuyo total constituye el ingreso bruto del segundo sector: el de los *consumidores*, cuyo ingreso neto está constituido por los ingresos brutos menos impuestos que pagan al tercer sector: *gobierno* el cual, se asume, adquiere bienes y emplea mano de obra en el volumen que le permite su ingreso por impuestos al sector consumidor (no hay impuestos al sector productor). Suponemos que, por su actividad, el sector productor, obtiene una ganancia la cual, para los efectos de la ilustración, no transfiere y cuyo total constituye el ahorro del sector productor. A su vez, asumimos que los consumidores realizan gastos inferiores a lo que reciben como ingresos; la diferencia constituye el ahorro del sector consumidor. El sector gobierno no produce bienes y sólo presta servicios con un presupuesto balanceado.

Si consideramos el caso en que los productores, por hipótesis, sólo pueden financiar sus inversiones con las ganancias obtenidas por su actividad como productores, nos encontramos con que el sector tiene una clara limitación para su expansión, la cual está dada por su propia capacidad de ahorro³. A su vez nos encontramos con que el sector consumidor no puede transferir sus ahorros porque el sector productor, por hipótesis, no puede tomar una posición débito ante los consumidores, ni recibir de ellos aportes de capital. Evidentemente es un modelo en el cual puede existir por una parte gran ahorro e inversión, pero en el cual la inversión de sector productor está determinada por las ganancias reinvertidas por el mismo (cabe recordar que sin distribución de ganancias ni remuneración de capitales, las ganancias son el ahorro del sector productor). El ahorro, tanto del sector productor como del consumidor, puede tomar la forma de tenencia o adquisición de dinero o bienes, de acuerdo a las preferencias de productores y consumidores.

En el modelo descrito anteriormente, en el cual sólo hay un activo financiero, el dinero, no hay cabida por sus restricciones a más formas de ampliar la inversión del sector productor, que no sean resultado de su misma capacidad de generar ahorro. Cada sector se encuentra en una posición de equilibrio respecto a ingresos y costos o gastos, en el

² Gurley, John G. and Shaw, Edward, *Money in a Theory of Finance*, The Brookings Institution, 1960.

³ Las que equivalen a las ganancias. Los cargos por depreciación corresponden, para el ejemplo, a los necesarios para mantener intactos los activos depreciables. La inversión neta máxima del sector productor corresponde, entonces, a sus ahorros.

sentido de que lo que ahorran lo mantienen dentro del sector en forma de bienes y dinero y al fin del período, ni durante él, tienen posición débito uno respecto del otro. Gurley y Shaw definen un modelo como el anterior así: " Sin otro activo diferente al dinero, hay tales restricciones sobre el ahorro, acumulación de capital y asignación de eficiente del ahorro a la inversión, que se deprime la tasa de crecimiento de producto e ingreso".⁴

Si modificamos el modelo y permitimos a los productores emitir un documento, cualquiera que sea, nos encontramos en la situación en la cual, si los productores consideran que hay oportunidades de inversión por encima de sus propias disponibilidades, pueden aumentar la inversión financiándola con los ahorros del sector consumidor, el cual recibe, en cambio, un documento que acredita la deuda del sector productor. Evidentemente, si el sector productor puede ampliar la inversión con la emisión de un documento o valor que sea aceptable para los ahorradores del sector consumidor, se habrá dado un paso para mejorar las condiciones para que el ahorro y la inversión aumenten. Una restricción que puede quitarse y que ha permanecido implícita, es la de permitir a los consumidores adquirir ahorros de los demás consumidores (o aún de las empresas) para incrementar sus gastos o aumentar sus saldos de dinero. Lo importante de anotar es, que debido a la ampliación de fuentes de financiación y alternativas de inversión, las posibilidades de ahorro e inversión se incrementan y por tanto las condiciones para un crecimiento del ingreso son mayores.

De otro lado, el modelo extremo sería aquel en el cual los productores no obtienen ganancias algunas, en cuyo caso su ahorro es nulo, y cualquier inversión que quiera ser realizada lo tiene que ser por transferencia del sector consumidor al productor, acreditadas por una forma de activo (documento o valor) aceptable a los consumidores que ahorran.

Los modelos pueden variar entonces desde el extremo en el cual toda la inversión y ahorro es realizada por cada sector, al modelo en el que toda la inversión es realizada por el ahorro obtenido en el otro sector. De esta manera se describen los extremos en el ambiente para que otros activos financieros, distintos al dinero, puedan desarrollarse; claramente, el más propicio es aquel en el cual toda la inversión es financiada a través de la transferencia de los ahorradores a los productores, a cambio de valores.

Se ha venido operando en un modelo en el que, cuando los productores financian sus inversiones parcialmente con los ahorros de los consumidores, éstos reciben directamente del productor un activo (documento o valor) que acredita su pasivo. Esta forma de obtener financiación se le conoce como financiación *directa*, puesto que los productores adquieren directamente de los consumidores sus ahorros, versus otra forma adicional que se le conoce como *indirecta* y sobre la cual elaboraremos posteriormente más, pero que brevemente consiste en recibir ahorros de una entidad o institución que a su vez los ha obtenido de otros.

Cuando el sector productor obtiene recursos financieros provenientes de otros sectores, realiza una financiación que se le conoce como *externa*, a diferencia de la financiación que obtiene con sus propios recursos y que por tanto es *interna*. La financiación interna está constituida por los cargos por depreciación y ganancias no repartidas.

Así tenemos entonces, hasta ahora, un modelo en el que la financiación directa aumenta a medida que aumentan simultáneamente: las oportunidades de inversión por encima de las disponibilidades de financiación interna y las posibilidades de financiación externa, por la aceptación que tengan los valores entre los ahorradores.

⁴ Gurley and Shaw, op. cit., pág. 85.

Conviene, antes de modificar el modelo, detenernos un momento en lo que hemos llamado anteriormente documentos o papeles que corresponden a los activos que los consumidores adquieren al transferir sus ahorros al sector productor. La connotación, sin mayor rigor, es la de documentos, títulos o valores denominados en términos nominales y sobre los cuales para hacerlos atractivos, los productores reconocen un interés o rendimiento anual (o por período determinado). Los documentos pueden variar en la clase de garantía que ofrecen y pueden ser letras, bonos, hipotecas, etc; lo importante es que sean emitidos por el sector productor, del cual son adquiridos por los consumidores ahorradores (financiación directa).

Puede ampliarse más el modelo y permitir que los ahorradores puedan adquirir activos que les den derecho a participar en la administración y obtener rendimientos de acuerdo con las ganancias (acciones comunes, por ejemplo). Yendo aún más lejos, pueden incluirse acciones privilegiadas o sea aquellas que tienen garantías adicionales sobre las comunes. Así puede continuarse ampliando la financiación directa, introduciendo más clases de activos en los que es posible invertir.

Los valores o títulos considerados anteriormente, emitidos por los sectores productor o consumidor, toman entonces la forma de letras, pagarés, bonos, acciones, etc. En conjunto, se les conoce como valores primarios, los cuales en el esquema hasta aquí desarrollado, son adquiridos por las unidades ahorradoras últimas. Pero a medida que una economía (básicamente capitalista) crece, se presentan agentes económicos cuyas actividades pueden denominarse de intermediación, sea en el mercadeo y distribución de bienes o activos financieros. Interesa, por lo tanto, modificar el modelo e introducir las actividades de los intermediarios financieros. Su labor es adquirir activos o valores a cambio de recursos financieros. Para la obtención de los recursos emiten sus propios valores, los cuales venden a los ahorradores; en otras palabras, son intermediarios entre ahorradores e inversionistas finales. Un intermediario financiero puede adquirir valores primarios o de otros intermediarios, si éstos existen. Respecto a los valores primarios hay que definirlos, una vez que se introducen intermediarios financieros, como valores emitidos por unidades o entidades no financieras.

La racionalidad económica de su presencia se explica por la utilidad que derivan en el proceso de intermediación. Pueden distinguirse dos clases de intermediarios financieros:

- a) Monetarios
- b) No monetarios

Los intermediarios financieros monetarios (I.F.M.) son aquellos que crean dinero en el sentido más estricto de medios de pago. Los más notables son los bancos de depósito. No entramos en más detalle sobre esta clase de intermediarios financieros monetarios, puesto que no interesa para el presente trabajo.

Los intermediarios financieros no monetarios (I.F.n.M.), realizan sus actividades adquiriendo valores primarios (descritos anteriormente) o de otros intermediarios y emitiendo otra(s) clase(s) de valores como acciones, depósitos de ahorro, unidades de inversión, etc. Estos valores constituyen una obligación o forman parte de la capitalización de los I.F.n.M., y son, a su vez, un activo para los tenedores.

Puede haber I.F. n.M. gubernamentales o privados. Gubernamentales son intermediarios tales como la Caja Agraria, el Banco Central Hipotecario, etc., los I.F.n.M. privados son instituciones como las compañías de seguros, corporaciones financieras, fondos de inversión, sociedades capitalizadoras, etc.

Los intermediarios financieros no monetarios privados surgen porque las condiciones en la economía son tales que sus actividades son rentables, por lo menos a largo plazo. Los

ingresos que obtienen provienen de la venta y valorización de los activos en los cuales invierten, de cobros por servicios que presten, de tarifas que pagan los clientes por la adquisición de determinados activos y valores, etc. Los costos corresponden a pagos por interés o rendimientos a los tenedores de los activos emitidos por la I.F.n M., y en general a los costos de financiación y operación administrativa.

Sin embargo, los I.F.n M. gozan de ventajas económicas por rendimientos a escala en sus operaciones. Desde el punto de vista de las inversiones que realizan, no sólo pueden disminuir el riesgo por diversificación, sino que por compras en grandes lotes los costos de comisiones, operación, etc., son más reducidos que los costos a que están sometidos los individuos o las transacciones pequeñas. Un breve y claro resumen de algunas de estas razones es el siguiente:

a) Puesto que los intermediarios acumulan una gran variedad de activos financieros directos, están en capacidad de ofrecer a los compradores de activos financieros indirectos una gama de valores o títulos mucho más diversificada que la que dichos compradores podrían obtener si ellos compraran directamente los activos financieros directos. Esta diversificación aminora el riesgo de los tenedores de activos financieros indirectos y por lo tanto induce a aceptar una menor tasa de rendimiento que la tasa que exigirían en caso de no existir tal diversificación;

b) Las economías de escala y el mejor conocimiento de los mercados imperfectos capacitan al intermediario financiero para comprar activos financieros directos con mayor eficiencia que la unidad típica de ahorro. Estas unidades, particularmente en el sector familiar, generalmente no están en condiciones de evaluar adecuadamente los riesgos de los activos financieros directos; y,

c) La reglamentación y la vigilancia gubernamental sobre los intermediarios financieros, así como también otras prácticas proteccionistas, están encaminadas a garantizar la solvencia y la liquidez de dichos intermediarios, todo lo cual conduce a la reducción del riesgo asociado con los títulos o valores emitidos por esas organizaciones y por lo tanto los poseedores de esos documentos se conforman con una menor tasa de rendimiento.⁵

Adicionalmente, los costos de información, no siempre obtenibles ni comprensibles enteramente, son más reducidos y disminuyen el riesgo por inversiones equivocadas o insuficientemente analizadas. Por otra parte, cuando el I.F.n M. logra tener un número amplio de tenedores de sus activos, puede esperar una distribución espaciada en el tiempo de los pagos a realizar; de este modo logra minimizar la tendencia de activos improductivos y a su vez tener activos de un grado de liquidez diferente.

Es de esperar que a medida que el desarrollo económico sea mayor, aparecerán mayor número de intermediarios financieros cuyas actividades sean cada vez más especializadas. Ciertamente, uno de los factores que contribuye a este proceso es la complejidad que adquiere la obtención y procesamiento de información directa e indirecta (incluyendo la información especulativa) y, como veremos adelante, hay intermediarios financieros no monetarios como los fondos de inversión, para los cuales la obtención de información confiable es de notable importancia.

Se puede resumir entonces todo lo anterior diciendo que respecto al desarrollo económico, las actividades de los intermediarios financieros (monetarios y no monetarios) tienden a elevar el nivel de ahorro, lo cual facilita y permite que las unidades inversoras puedan aumentar sus inversiones por medio de financiación externa.

⁵ Correa, Julio E., *Administración financiera*, mimeógrafo, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Antioquia, 1970.

III. Los fondos de inversión como clase particular de los intermediarios financieros no monetarios.

Dentro del conjunto de intermediarios financieros no monetarios hay una clase de intermediario conocido como fondo de inversión o fondo mutuo⁶ (*mutual fund* en inglés, o *fond communs de placement*, en francés) que se caracteriza por vender una unidad de activo financiero, conocido como unidad de inversión, cuyo producto invierte comúnmente en acciones, bonos, tipos de hipoteca, otros (de acuerdo con la legislación correspondiente) y mantiene saldos en dinero. El negocio de la sociedad administradora del fondo de inversión consta de una comisión escalonada que se cobra a quien desea adquirir las unidades de inversión emitidas por la sociedad, más una comisión que cobra por la administración. A su vez incurre en costos que corresponden a comisiones pagadas a corredores de bolsa (comisiones escalonadas de acuerdo al volumen), consejería, costos de contabilidad, información, local, etc.

El funcionamiento corriente puede sumarse así: La sociedad administradora está lista a vender unidades del fondo de inversión, a un valor correspondiente al valor neto de las unidades existentes. El valor neto de las unidades existentes es el resultado de dividir el valor total de las inversiones a una fecha determinada por el número de unidades, habida cuenta de la comisión y de los costos incurridos por administración. Así, si a una fecha determinada la valuación de acciones y bonos de un fondo es \$A y el cargo por administración es c% diario sobre la valuación total, el valor neto del fondo será $A(1-c)$ y

el valor por unidad del fondo, si hay M unidades será: $\frac{A(1-c)}{M}$ Quien un día determinado

haya invertido una suma B, le serán reconocidas: $\frac{B}{\frac{A(1-c)}{M}}$ unidades de inversión.⁷

Si adicionalmente hay costo de ingreso, hay que restar de B la comisión de ingreso. En Colombia, por ejemplo, para los primeros \$25.000 la comisión es del 6%. Si la comisión de ingreso es de i%, el neto sobre el cual se calcula el número de unidades es de $B(1-i)$ y el número de unidades que le corresponden al inversionista es:

$$N = \frac{B(1-i)}{\frac{A(1-c)}{M}}$$

Ejemplo: Si un inversionista quiere invertir \$20.000 el 18 de marzo de 1971 y acude a uno de los fondos, el cálculo para sus unidades se hace así:

A las 6 p.m. se conoce la valuación del fondo de acuerdo con los últimos precios de bolsa; sea éste por ejemplo \$ 200.000.000 para 10 millones de unidades (sin incluir costo de administración). Supongamos que el fondo cobra un 2% anual por administración en términos diarios o sea un 0.0055% diario, que sobre una valuación de \$200.000.000 da por costos de administración \$11.000 la base para valuar las unidades después de costos

⁶ Un fondo de inversión o fondo mutuo pertenece más genéricamente a las sociedades de inversión. El fondo de inversión lo administra la sociedad administradora de inversión, que es un ente jurídico. El conjunto de activos o valores en los cuales invierte la sociedad constituye el fondo de inversión. Aquí nos referiremos, por motivos de simplificación, al fondo de inversión puesto que desde el punto de vista económico, es el que nos importa.

⁷ En la práctica, en Colombia los precios de valuación de acciones y bonos, para efectos del cómputo del valor neto por unidad, corresponde a los valores de cierre de bolsa, los cuales computados, se conocen más o menos hacia las 5:30 p.m. A este precio se liquidan, después del pago de comisión por administración, las unidades correspondientes a las inversiones hechas durante el día.

de administración es de \$ 199.989.000, lo cual da una valuación de \$ 19.9989 por unidad. El inversionista, por su parte, paga \$ 6% de comisión o sea que la cantidad neta que invierte es de \$ 18.800. El número de unidades que le corresponden entóndes es de:

$$\frac{\$ 18.800}{\$ 19.9989} = 940.0517 \text{ unidades.}$$

La unidad de inversión representa de este modo una valuación que corresponde a una participación indirecta en un conjunto de valores y títulos. Un fondo de inversión atrae inversionistas, ofreciéndoles un activo (unidad de inversión) cuyo rendimiento (que incluye tanto la distribución en forma de dividendo como la valorización) esperando sea el máximo, a la vez que ofrece reducción del riesgo por la diversificación, la que será mayor mientras menos estén ligados entre sí los precios de los valores.⁸

El problema ante el cual se enfrenta un fondo de inversión es la elección exacta de una cartera de valores tal, que corresponda a los rendimientos esperados por los inversionistas y que reduzca el riesgo por la acertada diversificación. El asunto es más complejo puesto que hay diferencias, tanto por parte de quienes escogen la cartera, como de los inversionistas respecto al riesgo y los objetivos de acumulación de riqueza a través del tiempo.

Si suponemos que la escogencia de los valores de una cartera está circunscrita a dos tipos de valores: bonos y acciones comunes, el análisis formal de la escogencia de cartera puede comenzarse considerando la naturaleza de estos valores:

A. Bonos.

Valores emitidos por un período fijo de años y con un valor de redención en términos nominales, pagan un interés fijo nominal. Su precio fluctúa de acuerdo a la tasa de interés (o al rendimiento de valores alternativos, habida cuenta del riesgo) y al plazo que se encuentran de su redención; así mientras más lejano sea este plazo, más se afectará el precio del bono ante cambios en la tasa de interés (o rendimientos alternativos).

La ventaja que representan los bonos para los tenedores, es la casi certidumbre de poder liquidarlos a un precio suficientemente determinado; y en todo caso la oportunidad de hacerlo por su exacto valor nominal al término de la vigencia del bono.

Si el mercado de bonos es amplio siempre habrá la oportunidad de escalonar los bonos a través del tiempo de acuerdo a las preferencias del inversionista.

Su desventaja es derivada del hecho que su valor es en términos nominales y no refleja la productividad de la inversión realizada, tal como sucede con otros valores. Adicionalmente, si se hace frente a situaciones de inflación no esperada, el inversionista no tiene la oportunidad de protegerse en su inversión y por tanto su riqueza a términos reales se reduce; este caso no se presenta cuando la inflación es esperada, en cuyo caso la tasa esperada de inflación se incluye en los rendimientos esperados.⁹

El rendimiento de un bono es la suma de la tasa pura de rendimiento (asumiendo riesgo nulo) más un premio por el riesgo incurrido.

B. Acciones.

Representan una participación residual del tenedor en los beneficios de una sociedad y como tal dan la oportunidad de obtener, a través del tiempo, un mayor rendimiento y

⁸ Más adelante se tratará más ampliamente este tema, particularmente en lo que se refiere al riesgo.

⁹ Sobre este interesante tema de la Inflación esperada ver Kessel, Reuben A. y Alchian, Armen, "Effects of Inflation", *Journal of Political Economy*, diciembre 1962, págs. 521-537. Mundell, Robert, "Inflation and Real Interest", *Journal of Political Economy*, junio 1963, págs. 280-283.

valorización por la mayor productividad obtenida por las sociedades en la producción de bienes (o prestación de servicios). El precio de las acciones refleja por una parte el dividendo presente y las expectativas de incremento (o decremento) de ganancias o dividendos en un futuro. Hay varias variables que intervienen en la formación de expectativas respecto al futuro, unas mensurables y objetivas, otras no. Hay cierta unanimidad en que factores como la capacidad de financiación interna, investigación y desarrollo, inversión en capital humano, hasta cierto punto mensurables, tienen gran influencia en la productividad del capital invertido en forma de acciones en una sociedad anónima en particular. Sin embargo hay variables subjetivas, como perspectivas económico-políticas, inesperados descubrimientos o desarrollos, etc., que introducen algún grado de incertidumbre, la cual aumenta hacia el futuro. Esto hace que la predicción sea, al menos, extremadamente compleja.

Siempre podrá expresarse el precio futuro de una acción (π) como la suma del precio presente (P) más una componente aleatoria α : $\pi = P + \alpha$. Probablemente se ha logrado avanzar más en formulaciones empíricas para tratar de predecir el precio futuro de las acciones, que en la aplicación práctica del análisis formal a la formación del precio de las acciones.¹⁰

A pesar de las consideraciones anteriores, que son algunas de las que pueden anotarse respecto a un mercado de valores en donde tienen cabida el riesgo y la incertidumbre, algo se ha avanzado a partir de los trabajos de Tobin y Markowitz¹¹ en la formulación de teorías de selección de cartera que a través de la diversificación reduzcan el riesgo y la incertidumbre. Es sobre esta teoría sobre la cual puede encontrarse una razón de ser y operar de los fondos de inversión. Antes, es conveniente definir más claramente qué se entiende por riesgo e incertidumbre.

El riesgo denota situaciones en las cuales eventos futuros pueden ser descritos por medio de funciones probabilísticas, para lo cual se requiere que sean eventos que hayan ocurrido en el pasado y que por tanto permitan inferencias estadísticas (probabilidad objetiva de su ocurrencia).

La incertidumbre se refiere a eventos, cuya distribución de posibles resultados no puede ser objetivamente especificada. La probabilidad subjetiva puede ser interpretada como una medida del grado de ignorancia o creencia respecto a eventos futuros.¹²

En las decisiones financieras intervienen ambas probabilidades, siendo el problema más complejo cómo introducir la probabilidad subjetiva en un modelo de decisiones. En análisis, que excede el propósito de este sumario, se analizan diversas alternativas formales de cómo incorporar la probabilidad subjetiva en un modelo de decisión en el cual, a la vez se presenta probabilidad objetiva. En nuestro caso, operaremos con un modelo en el que la incertidumbre se trata como si fuera un caso de riesgo, siguiendo así la formulación de Tobin y Markowitz.

Suponemos que la unidad inversora tiene una función de utilidad, en la cual se incluyen un conjunto de variables cuantificables unas y otras no. Entre las no cuantificables

¹⁰ Un breve sumario de algunas de estas técnicas empíricas puede encontrarse en *Que faut il penser de la prévision boursière?*, Banque Cantonale Vaudoise, 1963. Recientemente ha aparecido un interesante trabajo de Malkiel, Burton, and Cragg, John, "Expectations and the Structure of Share Prices". *A.E.R.*, septiembre 1970, de gran importancia, al que le ha seguido otro de Keran, Michael W., "Expectations Money and the Stock Market", *Review, Federal Reserve Bank of St. Louis*, enero 1971, en el que elabora un modelo que, para el período cubierto, predice aceptablemente el movimiento del índice de la Bolsa de Valores. Una de las conclusiones notables a la que llega es que, contrario a muchos razonamientos formales, la inflación no va acompañada de mayores índices de valores en bolsa.

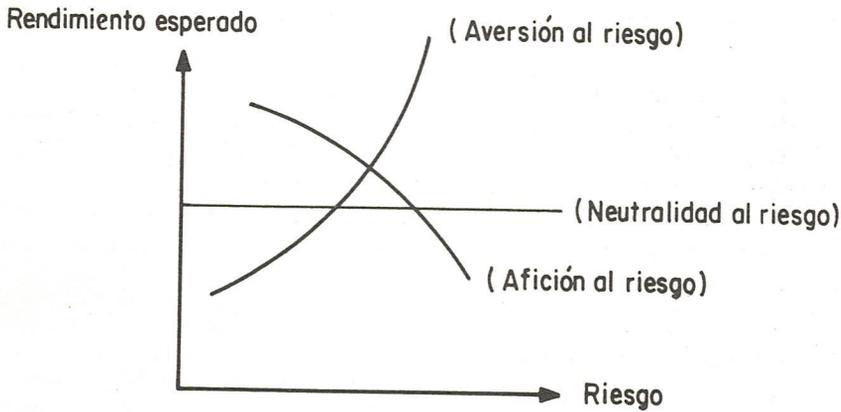
¹¹ Tobin, James, "Liquidity Preferences as Behavior Towards Risk", *R. E. Stud* (febrero 1958), págs. 65-86, y "The Theory of Portfolio Selection" in Hahn, F. and Brechling, F. *The Theory of Interest Rates* (1965). Markowitz, Harry, *Portfolio Selection, Efficient Diversification of Investments* 1959.

¹² Los conceptos anteriores corresponden a los de Moore, B.J., *An Introduction to the Theory of Finance*, 1968. The Free Press N.Y., cuyo esquema es el básicamente empleado aquí.

están: prestigio, status, poder, etc., las que podemos, por el momento, incluir como estables y concentrarnos en aquellas unidades en cuya función de utilidad introducimos como parámetros el rendimiento esperado y el riesgo. Pueden presentarse bajo esta consideración tres funciones de utilidad: a) Unidades para las cuales el riesgo es neutral o sea aquellas cuya elección se basa únicamente en el rendimiento esperado. b) Unidades que están dispuestas a aceptar mayor riesgo únicamente cuando el rendimiento esperado aumenta (aversión al riesgo) y c) Unidades que están dispuestas a sacrificar rendimiento con la expectativa de que el riesgo tomado las favorezca positivamente (afición al riesgo).

Tales unidades pueden ser descritas gráficamente así:

GRAFICO 10.1



El mercado ofrece al inversionista a su vez, un conjunto de oportunidades de inversión en el cual cada plan de inversión puede ser descrito en términos de la media del rendimiento esperado R_E y la desviación típica σ_{R_E} .¹³

Si los planes disponibles envuelven riesgo, se puede considerar un área tal como MNOST que los describe. Entre éstos cabe seleccionar los planes de inversión eficientes con los dos siguientes criterios: a) que para el mismo rendimiento tengan el menor riesgo posible; b) que para un riesgo dado se tenga el mayor rendimiento posible. De este modo el plan K es preferible a los planes LHI. Así, la curva NKOS describe la *curva de oportunidades de inversión* (eficiente de acuerdo al criterio de Markowitz).

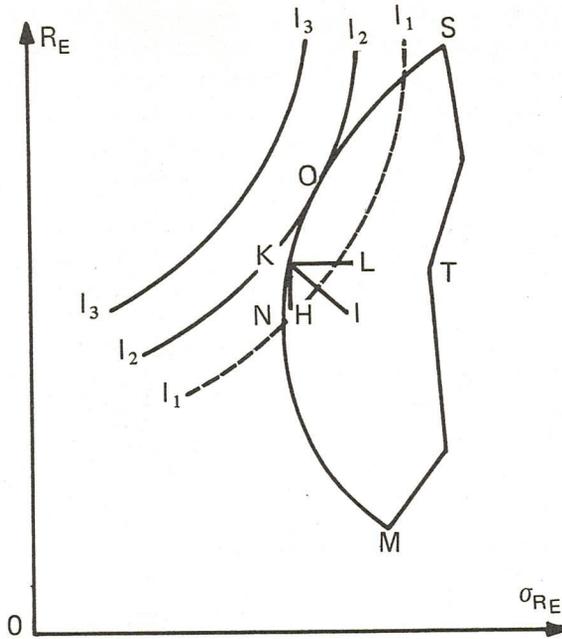
El problema del inversionista es escoger de este plan aquel que, de acuerdo a su función de utilidad, lo coloque en el más alto nivel de utilidad.

Asumiendo un inversionista con aversión al riesgo, descrito por las curvas de indiferencia I_1, I_2, I_3 ($I_3 > I_2 > I_1$), el inversionista escogerá el plan O que le proporciona el más alto nivel de utilidad esperada. Pero analicemos más detalladamente cómo es posible, a través de la diversificación, reducir, bajo ciertas condiciones, el riesgo de la inversión; que es lo que en última instancia desea hacer un fondo de inversión.

¹³ Explicación sobre el uso de curvas de indiferencia basadas en los parámetros R_E y Riesgo, se encuentran en Tobin: *Liquidity Preference as Behavior towards Risk*, punto 3.3 y *The Theory of Portfolio Selection*, pags. 12-22. Una decisión sobre cuál parámetro utilizar para el riesgo, se encuentra en Moore, Basil J. pág. 41.



GRAFICO 10.2



Supongamos dos planes de inversión N y S, en los cuales las inversiones se hacen en las proporciones β y $(1 - \beta)$ respectivamente. Por tanto, el rendimiento esperado de la combinación de planes es:

$$R_E^T = \beta \cdot R_E^N + (1 - \beta) R_E^S$$

La varianza de la suma es: $(\sigma_{R_E^T})^2$

$$(\sigma_{R_E^T})^2 = (\beta \sigma_{R_E^M})^2 + [(1 - \beta) \sigma_{R_E^S}]^2 + 2C_{MS} \beta (1 - \beta) \sigma_{R_E^M} \sigma_{R_E^S}$$

La desviación típica será: $\sigma_{R_E^T}$

En la expresión anterior $\sigma_{R_E^M}$ y $\sigma_{R_E^S}$ son las desviaciones típicas del rendimiento esperado en el plan N: (R_E^M) y S: (R_E^S) , C_{MS} denota la correlación entre los resultados de la inversión el M y S.

Una correlación de 0 (cero) indica que los planes de M y S son independientes, o sea que el resultado del plan M no está relacionado con el plan S, e inversamente; la varianza del rendimiento esperado de los planes M y S es entonces:

$$(\sigma_{R_E^T})^2 = (\beta \sigma_{R_E^M})^2 + [(1 - \beta) \sigma_{R_E^S}]^2$$

y la desviación típica a:

$$\sigma_{R_E^T} = \sqrt{(\beta \sigma_{R_E^M})^2 + [(1 - \beta) \sigma_{R_E^S}]^2}$$

en otras palabras, a medida que la correlación tiende a cero se reduce cada vez más la desviación típica de la suma de los planes; cuando la correlación es +1 los resultados de los planes M y S son en la misma dirección y relación, si es -1 los resultados son dirección opuesta e inversa relación.

Una correlación de + 1 entre los planes implica que no hay reducción del riesgo por la diversificación y en cambio una de - 1 da la mayor protección contra el riesgo al hacer mínima la varianza de la suma de los planes. Es precisamente la poca o nula correlación entre los resultados de los planes la base racional de la diversificación, con el objeto de reducir el riesgo, uno de los propósitos básicos de los fondos de inversión. Por supuesto, dadas preferencias distintas por el riesgo y el rendimiento y diferentes posibilidades de inversión, la composición de la cartera de distintos fondos es diferente.

En un estudio reciente Gaumnitz encuentra que la varianza cae rápidamente al comenzar la diversificación y después se estabiliza. Así, con 10 valores de diferentes firmas, el inversionista ha obtenido casi todos los beneficios derivados de la diversificación.¹⁴

En el aspecto formal, lo que cada fondo tendría que hacer es solicitar a sus analistas financieros que, dados los rendimientos, desviaciones típicas de éstos y correlaciones entre los valores, escogieran aquellos obtenibles en el mercado y elaboraran un plan de oportunidades de inversión (o lugar de oportunidad de inversión). Elaborado éste, el fondo escogerá un plan que, dadas sus preferencias por el rendimiento y el riesgo, maximizará la utilidad esperada.

En el aspecto práctico sinembargo, el asunto es más complejo, dado que para valores como las acciones, ha sido encontrado frecuentemente que el comportamiento futuro de los precios en bolsa no está relacionado en el pasado sino que es un proceso estocástico tipo Markoff.¹⁵ Esta última teoría tiene además importantes consecuencias pues implica, conjuntamente con la teoría de la formación de los precios bajo condiciones de incertidumbre, que el mecanismo de formación de precios ha tomado en cuenta toda la información relativa a riesgos y rendimientos para la formación de los precios de la bolsa de valores.¹⁶

Dejando un poco de lado el proceso de selección de cartera por parte de los fondos, el problema siguiente es el que se presenta a los inversionistas, para quienes los fondos de inversión son como una alternativa adicional a sus planes de oportunidad de inversión. La escogencia formal de las inversiones a realizar por parte del inversionista individual, no requiere mayor extensión puesto que se reduce a la misma a que se enfrenta un fondo, o sea, dado un plan de oportunidades de inversión, escoger aquel plan que maximiza la utilidad esperada del inversionista.

Desde el punto de vista del inversionista, puede hacerse un intento de evaluación del rendimiento ex-post, que en términos monetarios o reales han tenido los fondos. Aunque no es el tema central de este trabajo, conviene, sumariamente, enunciar algunos de los trabajos al respecto y que se refieren al caso de los fondos de inversión en los Estados Unidos. Farrar¹⁷ encontró que los fondos están cerca del plan eficiente de oportunidades de inversión y que proporcionan rendimientos esperados sustancialmente más altos, dado un cierto nivel de riesgo, que las carteras al azar¹⁸. El trabajo de Farrar tuvo críticas

¹⁴ Gaumnitz, Jack, *Maximal Gains from Diversification*. Working paper No. 10, School of Business, University of Kansas, junio, 1968.

¹⁵ Sobre esta hipótesis y otras alternativas, véase: Famma, Eugene F., "Mandelbrot and the Stable Paretian Hypothesis", *Journal of Business*, octubre 1963. "The Behavior of Stock Market Prices", *Journal of Business*, enero 1965. Mandelbrot Benoit, "The Variation of Certain Speculative Prices", *Journal of Business*, octubre 1963. Shelton, John P. "The Value Line Constest": a test of the predictability of stock-prices changes, *Journal of Business*, julio 1967.

¹⁶ Ver la importante contribución de Keran, op, cit.

¹⁷ Farrar, Donald E., *The Investment Decision under Uncertainty*, Prentice Hall, 1962.

¹⁸ Lo que se refiere a esta parte deriva sustancialmente del trabajo del colega y economista, Claudio González: González, Claudio; Cross Vogel, Robert; Hoff Stauffer, C., *Fondos mutuos, intentos de evaluación*, Universidad de Costa Rica, 1969.

formales¹⁹ y metodológicas por Friend y Vickers²⁰, una de ellas mencionada anteriormente y que se refiere a la teoría del comportamiento estocástico de los precios de la bolsa de valores. Después de cambiar metodología, Friend y Vickers encuentran que carteras seleccionadas al azar muestran un desempeño al menos tan bueno como el de los fondos mutuos, sin querer decir que por ésto no estén proporcionando un servicio a los inversionistas. Un estudio realizado por la Escuela de Finanzas de Wharton²¹ parece indicar que los fondos mutuos lo que hacen para el inversionista es proporcionar el mismo rendimiento que los índices de mercado, con un riesgo menor. Respecto al comportamiento individual de los fondos, Horowitz²² encuentra que a través del tiempo no hay ningún fondo que sea consistentemente superior a otro; en cambio Treynor²³ con una metodología diferente, encuentra que existen diferencias significativas en el desempeño de los fondos individuales. Sharpe²⁴ compara el desempeño de los fondos mutuos y el índice de mercado de valores y encuentra que, si los gastos de administración se incluyen, lo hacen ligeramente peor que el índice de valores e inversamente si se excluyen. Jensen²⁵ concluye que la administración de los fondos ni puede predecir las variaciones de mercado ni seleccionar los títulos subvaluados en el mercado con más eficacia que cualquier otro método al azar, aunque es posible que presten un servicio al inversionista por la diversificación. El trabajo de González, Vogel, Stauffer concluye principalmente que establecido un objetivo de fondos (valorización o renta, básicamente) "la administración de fondo mutuo está en capacidad de seleccionar una cartera para la cual el riesgo y el rendimiento correspondiente reflejan los objetivos del fondo".

La conclusión que puede obtenerse de los trabajos sobre el asunto, parece ser que los fondos, para el caso de E.U.A., es dudoso que se comporten consistentemente mejor que el índice de valores (Dow Jones o Poor's Index). Sería conveniente analizar qué ha sucedido en el caso colombiano para el inversionista que, hipotética o efectivamente, hubiere invertido en fondos.

En resumen, los fondos de inversión son intermediarios financieros que venden un activo con el atractivo para el inversionista de una reducción del riesgo a través de la diversificación. Como intermediario financiero está en capacidad de alterar el proceso de ahorro e inversión. La contribución neta y directa que pueden hacer los fondos se puede medir por la cantidad de nuevos valores emitidos que toman e indirectamente por la oportunidad que ofrecen de ampliación al mercado secundario de valores. En capítulo posterior se tratará de medir en lo posible la contribución que han hecho los fondos al proceso de nueva financiación de las empresas.

IV. Historia de los fondos mutuos.

En esta sección, luego de exponer brevemente los conceptos de sociedad de inversión, sociedad de inversión cerrada y abierta (o fondos mutuos), se hace un recuento histórico

¹⁹ Ver p.e., Sharpe, William F., "Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk", en *Journal of Finance*, pág. 428, septiembre 1964.

²⁰ Friend, Irwin and Vickers, Douglas, "Portfolio Selection and Investment Performance", *Journal of Finance*, septiembre 1965.

²¹ Wharton School of Finance and Commerce. A study of Mutual Funds, 87th. Congress, 2nd. Session, H.R. Report 2274, Washington, U.S. Government Printing Office 1962.

²² Horowitz, Ira, "The Varying Quality of Investment Trust Management", *Journal of the American Statistical Ass*, diciembre 1963.

²³ Treynor, Jack L., "How to rate Management of Investment Funds, *Harvard Business Review*, julio - agosto 1966.

²⁴ Sharpe, William F., "Mutual Funds Performance". *Journal of Business*, enero 1966.

²⁵ Jensen, Michael C., "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, *Journal of Finance*, mayo 1968.

del origen y evolución de cada una de ellas en Europa, Estados Unidos y América Latina hasta desarrollar en lo posible la formación y vida actual de los fondos de inversión en Colombia.

Es bien conocida la existencia de dos tipos primarios de compañías de inversión vinculadas a los intermediarios financieros no monetarios: Las sociedades de capital fijo y las sociedades abiertas, denominadas comúnmente fondos mutuos.

Las sociedades de capital fijo o cerradas²⁶ tienen un límite en su capital que determina qué cantidad de acciones puede ser emitida. Se constituyen como sociedades anónimas y como tales emiten acciones que se compran y venden en bolsa y por lo tanto su precio está sujeto a las fluctuaciones de la oferta y la demanda. Como sus acciones no son redimibles no se plantean problemas de liquidez en sus operaciones diarias; esto facilita su funcionamiento. Su capital se destina a invertir en acciones de otras sociedades. Distribuyen dividendos entre sus accionistas como toda sociedad anónima y sus acciones pueden ser valorizadas.

A diferencia de las anteriores, las sociedades de capital variable o abierto no sufren limitaciones en su capital, emiten y redimen continuamente acciones (unidades). También se dedican a invertir en valores de otras sociedades. Sabemos ya que el valor de las unidades se determina por el valor de la cartera de inversiones, dividiendo el valor del activo neto de la sociedad por el número de unidades emitidas²⁷. Estudiemos hasta dónde es posible la evolución de ambos tipos de sociedades.

Detengámonos inicialmente en el desarrollo del concepto de sociedad de inversión.²⁸ Todo parece indicar que la primera sociedad de inversión fue establecida en Bélgica en 1822, por el rey Guillermo I, bajo la denominación de *Société Générale de Belgique*, con el objeto de facilitar pequeñas inversiones en fondos de gobiernos extranjeros. No obstante, el lugar en donde su desarrollo inicial tuvo más éxito fue la Gran Bretaña. Los primeros que tuvieron asiento allí fueron el *London Financial Association* y el *International Financial Society*, creados ambos en 1863. En Escocia la primera sociedad fue la *Scottish American Investment Trust*, fundada en 1873 para invertir en acciones y bonos de ferrocarriles americanos. El hecho de que Inglaterra en esa época fuera el principal exportador de capital propició la formación de tales sociedades para invertir en el exterior. Actualmente, conocidas con el nombre de Unit Trusts, constituyen un instrumento de inversión para los medianos inversionistas.

Las primeras sociedades se conocieron como trust de inversiones, debido a la forma de su organización. Hoy subsiste este apelativo pero se conocen más comúnmente como sociedades de inversión.

Todas las primeras sociedades fueron de tipo cerrado. El concepto de fondo mutuo (Mutual Fund) es más reciente y tuvo su origen en Estados Unidos durante los años veinte, pero su generalización tuvo lugar mucho más tarde.

Antes de 1920 pocas sociedades de inversión fueron creadas en Estados Unidos. Por esta época Estados Unidos dejó de ser importador de capitales y se convirtió en expor-

²⁶ Tobón L., Gustavo, *Sociedades administradoras y fondos de inversión*, tesis de grado, 1970.

²⁷ Consideramos importante por su claridad y precisión citar aquí la definición que sobre el objeto de los fondos de inversión aporta la legislación española de 1970: "Deberán tener por exclusiva finalidad la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores monetarios admitidos a la cotización oficial para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento de sus diferentes inversiones, sin participación mayoritaria económica y política en otras sociedades".

²⁸ Mead, Stuart B., "The Development of the Investment Company Concept", *Business Topics*, Michigan State University, Summer 1964.

tador. La más antigua de las sociedades norteamericanas fue establecida en 1893 y se denominó *Boston Personal Property Trust*.

A mediados de la década del 20 comienzan a pulular las sociedades de inversión cerradas, por creación de los bancos, compañías de seguros, trusts de compañías, etc., pasando de 40 antes de 1921 a 550 en 1929, cuando alcanzaron el máximo número. En 1936 quedaban 365, en 1940 sólo 138 y en 1962 permanecían en operación 22.

Las sociedades de inversión abiertas tuvieron su origen cuando en 1924 fue organizada la sociedad *Massachusetts Investors Trust* que desde el principio de su funcionamiento anunció que ofrecería acciones (unidades) continuamente y las redimiría a la orden. En el mismo año apareció *State Street Investment Corporation* y en 1925 *Incorporated Investors*. A fines de 1929 había sólo 19 sociedades abiertas, debido fundamentalmente a que las instituciones financieras consideraban que una sociedad abierta no podría soportar una crisis financiera.

A diferencia de las sociedades cerradas, los fondos mutuos se han limitado a la utilización de un solo tipo de acción: la unidad. La estructura de su capital, consistente en una sola clase de activo, fue el resultado de evitar una posible presión de los tenedores de bonos y además una imposición legal en 1940 (*Investment Company Act.*). En cierto sentido, la simplicidad de la estructura de su capital demostró ser ventajosa al sobrevenir la crisis de 1929, aunque decreció el valor de sus activos de 140 millones en 1929 a 64 en 1931. Mientras que los reintegros aumentaron del 24% sobre las ventas en 1929 al 52% en 1930 y al 54% en 1931. La demanda de reintegro por parte de los tenedores de unidades nunca excedió a la venta de nuevas unidades en ningún año. El volumen de ventas aumentó notablemente en 1932 y ha continuado normalmente.

Durante su existencia original, los fondos mutuos no fueron una parte importante de las sociedades de inversión. En 1929 constituían tan solo el 5% del total de activos de éstas; ya para 1935 eran el 25% y en 1944 sobrepasaron el total de las sociedades cerradas y en 1959 eran el 88% del total de lo invertido en sociedades abiertas y cerradas. Su inversión se incrementó de 64 millones en 1931 a 25 billones en 1963.

Con el tiempo los fondos mutuos se han expandido tanto en tamaño como en número en otros lugares.

En Europa Occidental, el desarrollo del Mercado Común Europeo se vio acompañado a su vez, de un proceso de adquisición cada vez mayor de acciones de las sociedades de inversión.²⁹

Hacia 1962 había en Europa Occidental más de 200 sociedades de inversión de capital variable o mixtas, con más de 2 millones y cuarto de accionistas y con activos por 3.500 millones de dólares.³⁰ En la época de la segunda guerra mundial existían pocas sociedades abiertas.

En Gran Bretaña en 1962 los activos de los fondos ascendían a 670 millones de dólares, lo que equivale a un 22% de aumento con respecto a 550 millones de dólares invertidos en 1960. Para esta época, un solo grupo en Gran Bretaña administraba nueve sociedades de inversión, con activos de 300 millones de dólares y aproximadamente 200.000 tenedores.

En Suiza el número de fondos ha aumentado considerablemente ya que en ese país las instituciones financieras internacionales se ven parcialmente protegidas de los conflictos

²⁹ "El desarrollo de las sociedades de inversión en la zona de la Comunidad Económica Europea", CEMLA, *Suplemento al Boletín Quincenal*, abril 1962.

³⁰ "Mutual Funds becoming popular in Europe, spurred by the common market", *The Wall Street Journal*, reproducido por el Boletín quincenal del CEMLA anteriormente citado.

políticos y crisis económicas (los activos ascendían a 1.000 millones de dólares en 1962). No obstante, las normas de control sobre los fondos nacionales y extranjeros han venido aumentando con miras a proteger al inversionista nacional.³¹

Con respecto a las sociedades de inversión del M.C.E., sobresale *Eurunion* con sede en Luxemburgo, donde las sociedades de inversión de capital variable están exentas de impuestos³². *Eurunion* está controlada por ocho bancos europeos e invierte en valores principalmente franceses, alemanes y holandeses. También en Luxemburgo se radica *Valeurop*, sociedad de inversión que tenía en 1962 treinta y un millones de dólares de activos.

Las sociedades de inversión europeas son manejadas en su mayor parte por bancos y no por expertos en inversión, como ocurre en Estados Unidos, debido a que los bancos cobran una tarifa de administración menor y a que los banqueros tienen acceso a mayor información sobre las empresas, lo cual no obtiene el público. En esta tarea de administración participan activamente los bancos alemanes.

Por restricciones legales³³, en Francia no operaron las sociedades de inversión abiertas hasta 1966³⁴. En 1967 operaban ya 12, creadas gradualmente por iniciativa de los bancos. En Italia las mismas restricciones son resueltas operando en Luxemburgo; así *Interitalia* es la principal sociedad de inversión con sede en Luxemburgo y que invierte en valores industriales italianos. En 1969 se permitió a los fondos extranjeros operar más ampliamente en Italia. Cerca de 18 fondos operan con medio billón de dólares en activos.³⁵

En España también operan fondos de inversión. Es interesante señalar que la legislación de 1970 respecto a fondos da amplias garantías con relación a la toma de acciones emitidas de las sociedades anónimas por parte de los fondos.³⁶

Algunas sociedades europeas de inversión invierten en acciones de Estados Unidos, prefiriéndolas a veces incluso sobre las europeas.

En América Latina³⁷ existen sociedades de inversión en varios países (Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Venezuela, etc.), sobre todo abiertas. Las legislaciones, por lo tanto, se refieren a éstas y coinciden fundamentalmente en que limitan sus inversiones en general a las sociedades inscritas en bolsa. El medio en que se mueven las sociedades abiertas en A. L. es, pues, bastante estrecho.

Se observa, pues, un rápido crecimiento de sociedades de inversión abiertas con distintos efectos, según la forma particular que revistan, la legislación que las delimita y el tipo de economía en que se muevan.

Un efecto universal es la conformación de sociedades de inversión por grupos de valores que afectan las bolsas de valores con inversiones especulativas. A su vez, es importante la diferenciación que tratan de hacer los fondos para hacer frente a la competencia por nuevos clientes, ofreciendo descuentos, plazos (lo cual no es posible en Colombia), sorteos, otorgamiento de seguros de vida y otras formas.

En Colombia las sociedades de inversión abiertas tuvieron su origen en 1959, conociéndose como fondos de inversión y no como fondos mutuos que en Colombia son entidades

³¹ *Special Regulations on Foreign Investment Funds: Prospects*, publicado por Swiss Bank Corporation, octubre 1970.

³² *Mutual Funds in the Grand Duchy of Luxemburg*, editado por Krediet Bank Luxemburgoise, S. A., 1969.

³³ Faffa, J. C., "Les Sociétés d'investissement en France", *Revue Economique*, julio 1965.

³⁴ Marchal, Jean, *Monnaie et Crédit*, Edition Cujas, 1967.

³⁵ Bovedani, Bruno, "Will Banks dominate the Mutual Fund Industry in Italy?" *Italian Trends*, Banca Nazionale del Lavoro, diciembre, 1970.

³⁶ Banco Exterior de España. *Suplemento No. 1*, enero 1971.

³⁷ Camps, Mario A., "Sociedades de Inversión en América Latina" *Revistas Técnicas Financieras*, noviembre, diciembre 1963.

con personería jurídica, con ánimo de lucro y dedicadas al manejo de fondos aportados por las empresas y sus trabajadores.³⁸

Don Emilio Toro, ex-embajador en Washington y otros hombres de empresa colombianos, propusieron la Fundación Ibec, perteneciente a la familia Rockefeller y con sede en New York, la fundación de un fondo de inversión en Colombia, dado que ya había colaborado en la creación de otros fondos en América Latina.

Fue así como en agosto de 1959 fue constituida la Compañía Administradora de Inversión Finibec, Ltda., con capital de la Ibec, International Basic Economic Corporation, y de la Corporación Financiera Colombiana, para administrar un fondo de inversión que se denominó Crecinco, con un capital de \$ 1.000.000.

Para esta época no existía ninguna legislación sobre fondos de inversión o sociedades administradoras. Por esta razón la sociedad elaboró su propio reglamento que posteriormente inspiraría la legislación sobre reglamentos de fondos y quedó bajo la vigilancia de la Superintendencia Bancaria, como medida de protección y seguridad para los inversionistas.

El 11 de octubre de 1960, bajo el gobierno del doctor Alberto Lleras C. y siendo Ministro de Fomento el doctor Misael Pastrana Borrero, se emitió el Decreto Ley 2368³⁹ en el que se diferencia la sociedad administradora de inversión del fondo de inversiones que ella administra. El objetivo de la sociedad administradora de inversión (sociedad anónima), a la cual se le estableció un capital de un millón de pesos, es el de recibir suscripciones del público. La sociedad administradora de inversión, asesorada por un consejo de inversión, invierte en valores y títulos cuyo total conforma el fondo de inversión. Se encarga al mismo tiempo a la Superintendencia Bancaria de la vigilancia de las sociedades administradoras.

Bajo la misma legislación, se regula, también, el contenido del reglamento de los fondos de inversión. Igualmente se delimitan las inversiones que pueden hacer las sociedades administradoras de inversión, siendo uno de los requisitos el que los valores están inscritos en bolsa. Se prohíbe además dar dinero a mutuo o préstamo.

El Decreto anterior fue modificado por el Decreto 3233 de diciembre 10 de 1965, en lo relacionado con las inversiones permitidas a las sociedades administradoras, con el fin de regular el mercado extrabancario e impedir un alza excesiva en las tasas de interés. Se autoriza a la Junta Monetaria el limitar o prohibir el otorgamiento de garantías y avales, prohibición que la Junta hace efectiva el 15 de diciembre.

Se permiten adquisiciones en:

- a) Acciones de sociedades nacionales anónimas, en comandita por acción y mineras, sin exceder el 15% del capital pagado de cada sociedad en que se invierta;
- b) Bonos emitidos por sociedades nacionales;
- c) Bonos de deuda pública de la nación, los departamentos, los municipios y distritos y los establecimientos públicos;
- d) Cédulas hipotecarias; y,
- e) Créditos hipotecarios a favor de empresas dedicadas a negocios de propiedad inmueble o cedidos por ellas, sin que esta inversión pueda exceder del 2%⁴⁰ del valor de las suscripciones del público en la respectiva sociedad administradora de inversión.

³⁸ Sobre las diferencias entre los *fondos mutuos* y los fondos de inversión en Colombia consultar *Los fondos mutuos de inversión en Colombia*, Departamento Nacional de Planeación, junio 1970.

³⁹ *Revista Superintendencia Bancaria*, suplemento de la edición No. 340, septiembre de 1969.

⁴⁰ El Decreto 2368 de 1960 permitía el 10%.

Según el Decreto 2368 de 1960 "Ninguno de los valores que integran el fondo podrá exceder en momento alguno del 15% del monto total del mismo". . . "ninguna sociedad administradora podrá invertir en acciones de una sociedad sumas que excedan al 25% del capital pagado de ésta última, ni tener su control por cualquier medio".

Las principales razones que movieron al establecimiento jurídico de los fondos de inversión en Colombia fueron las de considerarlos como una forma de evitar la fuga de capitales y de encauzar el ahorro nacional hacia la inversión productiva. A esto se debe el que las inversiones en los fondos estén rodeadas de incentivos tributarios, como el de no considerar renta gravable los rendimientos reinvertidos en el fondo por la sociedad administradora en nombre del tenedor de unidades de inversión.

En octubre de 1963 aparece en el mercado de los fondos la Sociedad Grancolombiana Administradora de Inversión, Graninversión, S.A., la cual inició la administración de un nuevo fondo, el Grancolombiano, en enero de 1964.

En julio del año siguiente el Grupo Suramericana constituyó la Administradora Suramericana de Inversiones, S.A. y lanza el Fondo Suramericana, con sede en Medellín. El 31 de diciembre del año pasado registraba un valor neto de casi 400 millones de pesos y cuenta con más de 15.000 inversionistas.

Las compañías de seguros, Colseguros, Patria y Bolívar se unen el 16 de noviembre de 1964 y conforman "Seguridad", Compañía Administradora de Fondos de Inversión, S.A., para ofrecer unidades del mismo fondo que comenzó a funcionar en febrero de 1965 bajo la sigla de "Seguridad, Fondo Nacional de Inversiones". Negociaciones hechas en 1968 condujeron a que el Grupo de Seguros Bolívar adquiriera la totalidad de las acciones de "Seguridad", Compañía Administradora de Fondos de Inversión, y posteriormente le cambiara el nombre por Fondo Seguridad Bolívar. Actualmente cuenta con más de 8.500 suscriptores y cerca de 200 millones de activos.

Para 1966, Spruille Braden, Jr., y varios hombres de empresa fundaron la Compañía Administradora de Inversión del Fondo Bolivariano, el primer fondo nacional de valorización, cuyo objetivo primordial es la valorización de sus activos. Los demás fondos son de renta y valorización. El fondo empieza a funcionar en enero de 1967. Posteriormente, debido a algunos tropiezos de la sociedad administradora, la dirección del fondo fue encomendada por la Superintendencia Bancaria a Graninversión, S.A., la cual quedó entonces administrando dos fondos de inversión: el Grancolombiano y el Bolivariano, actualmente con más de 30.000 inversionistas y activos por sumas del orden de los 450 millones de pesos.

El Fondo Crecinco atravesó situaciones difíciles en 1965, debido al deterioro del mercado bursátil, producido por el alto rendimiento que ofrecía el mercado extrabancario, lo que hacía que muchos inversionistas cambiaran sus acciones por letras⁴¹ y a la fuga de capitales propiciada por los fondos extranjeros de 1965 a 1967. Este fondo pasó en 1968 a ser administrado por la Compañía Administradora de Inversiones Crecimiento S.A., al adquirir la firma Colinsa S.A., la totalidad de las acciones que poseía la Ibec en Finibec y cambió el nombre de Fondo Crecinco por el de Fondo Crecimiento. Este fondo alcanza en la actualidad unos 130 millones de pesos de activos.

Hasta 1969 no aparecen nuevos fondos de inversión. El resurgimiento del mercado de valores sirve de incentivo para la creación de nuevos fondos. El 10. de agosto la Administradora de Inversión Colombia, perteneciente al grupo Colombia, empezó a administrar el Fondo Colombia, fundado en julio. En el mismo mes, la Administradora de Inversión Patria, respaldada por Colombiana de Capitalización Seguros Patria, creó el Fondo Patria.

⁴¹ Véase el informe trimestral del Fondo Crecinco, noviembre 30 de 1965 (Carta del Gerente).

(Cuadro 4)

CUADRO 10.1 – VALORES NETOS DE LOS FONDOS DESDE SU APARICION
(Miles de pesos)

Fondos	1970	1969	1968	1967	1966	1965	1964	1963	1962	1961	1960	1959
Bolivariano	138.637	117.089	39.850	6.143								
Colombia	65.308	30.728										
Colseguros	60.001	31.069										
Crecimiento ¹	132.361	114.474	65.348	27.401	33.821	54.292	95.800	54.861	19.543	7.813	4.641	2.033
Grancolombiano	346.316	309.578	229.415	161.036	122.441	102.845	61.533	1.521				
Occidente	23.060											
Patria	17.517	9.985										
Seguridad	199.748	165.690	69.580	34.177	21.354	22.336						
Suramericana	393.134	308.935	119.649	64.387	54.046	63.810	49.034					
Tequendama	6.627											
Totales	1.390.709	1.087.548	523.842	293.147	231.663	243.314	206.367	56.382	19.543	7.813	4.641	2.033

Fuente: Revista de la Superintendencia Bancaria de 1965 a 1969 e informes de los fondos de inversión.

¹ Los informes del Fondo de Crecimiento de 1960 a 1964 corresponden a noviembre del año respectivo.

Después que el Grupo de la Compañía Colombiana de Seguros creó su filial denominada Sociedad Administradora de Inversiones Colseguros, S.A. establece el Fondo Colseguros que inició actividades el 28 de octubre.

En 1970 salen al mercado dos nuevos fondos: En febrero de 1970 el Fondo de Occidente, administrado por la Administradora de Inversión de Occidente, S.A., con sede en Cali y creado como integrante del Grupo del Banco de Occidente. El 11 de agosto empieza a operar el Fondo Tequendama, perteneciente al Grupo de la Aseguradora Tequendama-Albingia.

Actualmente están en trámite de funcionamiento dos nuevos fondos: El Fondo Nacional, de la Nacional de Seguros y el Fondo de Asevalle, de la Aseguradora del Valle. Así, los fondos en funcionamiento suben a diez, los cuales tienen inversiones por más de 1.500 millones de pesos y más de 60.000 inversionistas.

El progreso de los fondos ha sido, pues, impresionante ya que en el corto plazo de 10 años se han convertido en entidades de gran importancia dentro del mercado financiero de Colombia ⁴² (cuadro 10.1).

V. Contribución de los fondos al proceso de inversión.

En la primera parte se hace una relación para los últimos años entre las Cuentas Nacionales de Colombia y lo que dentro de ellas representan las sociedades anónimas; Enseguida se analiza cómo se han financiado históricamente las sociedades anónimas en conjunto y sectorialmente, señalando particularmente la financiación a través de emisiones de capital. La importancia de lo anterior radica en encontrar cual es la verdadera financiación a que contribuyen los fondos de inversión dentro de los intermediarios financieros.

En la segunda parte se analizan las oportunidades de inversión a que se enfrentan los fondos. Se realiza un recuento de los papeles en que individualmente y por grupos han invertido los fondos y se trata de establecer qué comportamiento han tenido las diferentes empresas, individualmente y en conjunto, en cuanto a emisiones. Posteriormente se

⁴² Es necesario hacer resaltar y agradecer la valiosa colaboración del doctor Raúl F. Londoño a este respecto de la historia de los fondos en Colombia.

CUADRO 10.2 – FORMACION DE CAPITAL DEL PAIS Y DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS
(Millares de pesos)

Años	(1) P.B.I.	(2) F.I.B.C.	(3) F.I.B.Cf.	(4) % (3)/(1)	(5) No. Soc.	(6) F.I.B.C. S.A. Nles.	(7) % (6)/(2)	(8) F.I.B.Cf. S.A. Nles.	(9) % (8)/(3)
1955	13.249.8	2.381.1	2.383.0	18.0	719	301.8	12.7	236.8	9.9
1956	14.862.8	2.704.6	2.526.7	17.0	739	381.9	14.1	248.4	9.8
1957	17.810.6	3.533.0	2.643.3	14.9	730	770.9	21.8	388.9	14.7
1958	20.682.5	3.862.6	3.338.8	16.1	736	732.6	19.0	396.0	11.9
1959	23.648.8	4.395.6	3.907.9	16.5	755	810.1	18.4	505.2	13.0
1960	26.746.7	5.494.8	4.844.9	18.1	810	989.1	18.0	711.1	14.7
1961	30.421.0	6.335.0	5.580.3	18.3	906	1.289.0	20.3	1.058.0	19.0
1962	34.199.2	6.404.7	6.136.9	17.9	920	2.124.2	33.2	1.660.1	27.0
1963	43.525.5	7.844.5	7.167.5	16.4	1.040	2.816.3	35.9	1.677.2	23.3
1964	53.760.3	9.602.0	8.653.8	16.1	1.141	2.042.9	21.3	1.378.5	16.1
1965	60.797.6	10.742.2	9.504.2	15.6	1.268	2.751.6	25.6	1.926.2	20.2
1966	73.612.3	15.040.4	12.303.6	16.7	1.334	4.360.9	29.0	2.013.0	16.3
1967	83.525.2	15.341.0	14.729.1	17.6		N.D.		N.D.	
1968	96.383.7	20.406.2	18.815.1	19.5		N.D.		N.D.	

Fuente: Elaborado con datos de las Cuentas Nacionales 1950, 1967, Banco de la República y Revistas de la Superintendencia de Sociedades Anónimas (noviembre 1961, 1964, 1966).

Nota: La separación entre los períodos 1955-1961 y 1962-1968 se debe a que la metodología es diferente para ambos períodos. N.D.: No disponible.

- (1) P.B.I. Producto bruto interno a precios de mercado.
 (2) F.I.B.C. Formación interna bruta de capital (o inversión bruta interna).
 (3) F.I.B.Cf. Formación interna bruta de capital fijo.
 (6) F.I.B.C. S.A. Nles. F.I.B.C. de las sociedades anónimas nacionales (o inversión real de las sociedades anónimas nacionales).
 (8) F.I.B.Cf. S.A. Nles. F.I.B.Cf. de las sociedades anónimas nacionales.

analizan los factores positivos y negativos que contribuyen o afectan el crecimiento de los fondos desde el punto de vista de los inversionistas y de las sociedades administradoras. En este punto se alude al fenómeno de concentración en cuanto a fondos y grupos.

También se hacen algunas referencias al aspecto administrativo: Técnicas empleadas para la selección de cartera, aspectos de publicidad, informes y otros. Por último, hasta donde es posible, se introducen consideraciones respecto a las relaciones de los fondos de inversión nacionales con la bolsa de valores y los fondos internacionales y algunos posibles efectos en cuanto a precios de valores y política monetaria.

1. Financiación a que contribuyen los fondos.

La inversión ha ocupado lugar central dentro del análisis económico en lo que respecta a su importancia dentro del proceso de desarrollo económico, al cual está vinculado también el problema del empleo.

Hay que hacer notar que la relación entre la inversión y el crecimiento económico puede no ser correlativa, debido a que sobre el crecimiento incide también la productividad de la inversión.

La inversión presenta problemas conceptuales, tales como definirla en términos bruto o neto, a precios nominales o constantes, productiva o improductiva, autónoma e inducida, financiera o real, intensiva o extensiva, etc. En el presente trabajo no se hace conside-

CUADRO 10.3 – FORMACION INTERNA BRUTA DE CAPITAL FIJO COMO PROPORCION DEL PRODUCTO BRUTO INTERNO A PRECIOS DE MERCADO

País	1967 %	1968 %	País	1967 %	1968 %
Bolivia	14.87	16.7	Alemania Federal	22.70	23.0
Brasil	13.68	16.7	Francia	25.20	25.0
México	17.30	17.7	Japón	32.20	33.7

Fuente: Elaborado con base a I.F.S., abril, 1970.

ración particular sobre problemas relacionados con la depreciación, inversión a precios constantes, inversión autónoma e inducida, intensiva o extensiva.⁴³ Nuestro propósito es estudiar la importancia que tiene la inversión como componente del P.B.I.⁴⁴ y a su vez analizar lo que representa la inversión real de las sociedades anónimas dentro del total de la inversión y del P.B.I.

Así, durante los años de 1955 a 1968, la economía colombiana mostró un ascendente crecimiento del P.B.I. en términos monetarios, que en términos reales es bastante menor. Algo semejante, sucedió también, en términos monetarios, con la formación interna bruta de capital⁴⁵ (o inversión bruta interna) y la formación interna bruta de capital fijo⁴⁶ (o inversión bruta interna fija), tal como puede verse en el cuadro 10.2. Es necesario agregar que respecto a estos componentes hay años en que hay un decrecimiento en términos reales, tanto en la inversión bruta interna como en la inversión bruta interna fija. Se puede notar también que la formación interna bruta de capital fijo (F.I.B.Cf.) es una proporción relativamente estable entre el 15 y el 19.5% del P.B.I., proporción que puede compararse con la de los países incluidos en el cuadro 10.3 para los años 1967 y 1968. Aprovechando este concepto, incluimos en el cuadro 10.4 una comparación entre la rata de acumulación de capital, productividad de la inversión y crecimiento del P.B.I. en que, como anotamos anteriormente, puede observarse que, debido a la productividad de la inversión, un país que invierte menos puede crecer más rápido que otro que invierta más (la tasa de crecimiento en el cuadro 10.4 no es la real sino en términos monetarios). Nuestro propósito es resaltar la importancia que tiene la inversión, sobre la cual haremos gran énfasis, pero sin dejar de notar que hay otras variables de importancia (cuadros 10.2, 10.3 y 10.4).

La formación interna bruta de capital está financiada por los ahorros de las sociedades de capital, familias, gobierno y extranjero más las asignaciones por depreciación; estas fuentes de financiación están discriminadas en el cuadro 10.5.

Es de anotar la gran inestabilidad que tiene el ahorro de las familias, que ha venido con una tendencia descendente durante la década de los 60 y que en un año llega a ser inclu-

⁴³ Bruce R., William, *International Report on Factors in Investment Behavior*, O.E.C.D., 1962.

⁴⁴ P.B.I., (producto bruto interno): Valor monetario de los bienes finales y servicios producidos por los factores de producción ubicados dentro del país durante un determinado período. Está constituido por la suma de los gastos de consumo privado, gastos de consumo del gobierno, formación interna bruta de capital fijo, variación de existencias, exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.

⁴⁵ Según definición del Banco de la República está constituida por "el valor de las construcciones, obras, equipos de transporte, maquinarias y otros equipos de activos fijos, comprados o constituidos por cuenta propia por las empresas, instituciones privadas sin fines de lucro y el gobierno. Incluye también los gastos de las familias en nuevas viviendas más los ajustes por variaciones de inventarios".

⁴⁶ La diferencia de este concepto con el anterior es el ajuste hecho por variaciones de inventarios.

CUADRO 10.4 — COMPARACION INTERNACIONAL DE LA ACUMULACION DE CAPITAL Y PRODUCTIVIDAD DE LA INVERSION

País	Rata de acumulación de capital ¹	Rata de productividad de la inversión ²	Rata de crecimiento (nominal)
Japón	31.9	49.8	15.8
Francia	20.4	44.0	8.9
E.U.A.	16.7	40.0	6.7
Reino Unido	16.8	37.5	6.3
Alemania Occidental	25.3	28.8	7.3
Italia	21.6	46.4	10.3

Fuente: Fuji Bank Bulletin, diciembre 1970.

Nota: Promedio anual para 1961-67.

¹ es igual a F.I.B.Cf ÷ P.I.B.

² es igual a Incremento P.I.B. ÷ F.I.B.Cf.

sive de desahorro. A su vez ha venido creciendo notoriamente el ahorro del gobierno que pasa de ser un 9.7% en el 62 al 26.6% en el 68. El ahorro de las sociedades de capital ha permanecido relativamente estable como proporción del total de la formación interna bruta de capital en cerca de un 12-15% del total.⁴⁷

Dentro de las sociedades de capital hay un tipo de sociedades, las anónimas, que tienen importancia central en este estudio debido a que hacia ellas encauzan recursos los fondos de inversión, en tanto adquieren nuevas emisiones de capital. Es importante señalar que, a no ser por la adquisición o compra de nuevas emisiones (de bonos y/o acciones) que representen ampliaciones de capital, el mero hecho de adquirir acciones (o bonos) ya emitidas y pagadas no representa más que cambios en la propiedad de activos financieros y no la transferencia de recursos a disposición de las empresas. A continuación analizamos el papel que desempeñan las sociedades anónimas en el conjunto de la economía nacional, tanto en lo que respecta al P.B.I. como a la inversión.

La participación de las sociedades anónimas⁴⁸ en la economía puede medirse por su contribución al P.I.B., la cual pasó del 11.2 al 15.3 % entre 1961 y 1966. Sectorialmente la contribución de las sociedades anónimas al total del P.B.I. generado por el respectivo sector fluctúa considerablemente de uno a otro. Tales relaciones pueden verse en el cuadro 10.6.

En la agricultura, la contribución de las sociedades anónimas al P.B.I. del sector agrícola es bastante reducida. En los años estudiados no alcanza al 1% en ningún año. Algo similar sucede en el sector de la construcción.

Para los sectores de la minería, electricidad, gas y agua y comercio puede observarse que su contribución fluctúa entre el 10 y el 20%. Para el sector transporte y comunicaciones, la contribución es del 20 al 30% aproximadamente. En cambio para la industria manufacturera la contribución es alta y constantemente creciente, llegando a superar el 50% después de 1963.

⁴⁷ Sobre este tema sigue siendo de interés el estudio de Gabriel Poveda R., *Problemas del ahorro privado en Colombia*, Andi, 1968.

⁴⁸ En el presente trabajo hemos escogido únicamente las sociedades anónimas que la Superintendencia de Sociedades Anónimas agrupa bajo *nacionales* para distinguirlas de las que agrupa como *extranjeras*, aunque somos conscientes de que tal agrupación no es muy significativa, ya que dentro de las nacionales figuran sociedades reconocidamente de propiedad extranjera. Desafortunadamente la información sobre sociedades anónimas extranjeras es bastante más reducida que para las nacionales.

CUADRO 10.5 – FINANCIACION DE LA FORMACION INTERNA BRUTA DE CAPITAL

Fuentes:	1962		1963		1964		1965		1966		1967		1968	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Ahorro de las sociedades de capital	787.6	12.3	1.232.0	15.7	1.368.3	14.2	1.675.9	15.6	2.063.5	13.7	1.969.0	12.8	2.312.4	11.3
Ahorro de las familias	1.100.6	17.2	609.3	7.8	393.2	4.1	1.588.9	14.8	-183.3	-1.2	1.217.8	7.9	1.272.0	6.2
Ahorro del gobierno	622.6	9.7	618.2	7.9	1.946.0	20.3	2.202.8	20.5	3.446.9	22.9	4.001.8	26.1	5.429.1	26.6
Déficit (+) del país en cta. cte. con el exterior	+761.1	11.9	+1.304.2	16.6	+1.590.3	16.6	+278.6	2.6	+3.424.0	22.8	+7.041.8	6.8	+3.263.1	16.0
Asignación por depreciación	3.132.8	48.9	4.080.8	52.0	4.304.2	44.8	4.996.0	46.5	6.289.3	41.8	7.110.6	46.3	8.129.6	39.8
Total	6.404.7	100.0	7.844.5	100.0	9.602.0	100.0	10.742.2	100.0	15.040.4	100.0	15.341.0	100.0	20.406.2	100.0

Fuente: *Cuentas Nacionales*, 1950-1967, 1967-1968, Banco de la República.

Otro aspecto que pone en relación toda la economía con la participación que dentro de ésta tienen las sociedades anónimas es el que se refiere a la formación interna bruta de capital y la formación interna bruta de capital fijo. Es importante conocer dicha relación porque muestra cuál es la contribución que hacen las sociedades anónimas a la inversión real, factor que puede analizarse en el cuadro 10.2.

Tanto la F.I.B.C., como la F.I.B.Cf. de las sociedades anónimas nacionales han venido creciendo en términos nominales a partir de 1955 hasta el año 1966, último año del cual disponemos de información. Se exceptúa el año 1964 en el que se advierte un notable descenso. El análisis de estas cifras en términos meramente nominales puede ser engañoso, como se ve en el cuadro 10.7, en el que elaboramos los mismos rubros a precios constantes. Para ello aplicamos los porcentajes [(6)/(2)] y [(8)/(3)] del cuadro 10.2 a los datos suministrados por las Cuentas Nacionales para la F.I.B.C. y F.I.B.Cf. a precios constantes de 1958.

CUADRO 10.6 – PARTICIPACION ANUAL QUE LAS SOCIEDADES ANONIMAS NACIONALES VINCULADAS A CADA SECTOR GENERAN COMO PROPORCION DEL P.B.I. A PRECIOS DE MERCADO (Porcentajes)

Sector	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	0.36	0.38	0.54	0.68	0.79	0.82	N.D.	N.D.
Minería	15.00	12.80	11.20	8.30	10.90	10.10		
Industria manufacturera	38.50	47.20	49.95	50.70	52.00	53.90		
Construcción	0.40	0.70	0.56	1.05	0.94	0.65		
Electricidad, gas, agua	12.60	10.30	16.50	20.00	17.20	16.00		
Comercio	10.30	10.00	12.30	10.60	11.70	12.70		
Transportes y comunicaciones	22.00	19.00	19.50	20.60	24.80	28.30		
Comercio, transportes y comunicaciones	22.00	19.00	19.50	20.60	24.80	28.30		
Servicios ¹								
Totalidad Sociedades Anónimas	11.20	13.06	14.59	13.62	14.70	15.32		

¹ Es difícil en este sector, por diferencias metodológicas, obtener alguna cifra confiable que se base simultáneamente en información de las Cuentas Nacionales e información de la Superintendencia de Sociedades Anónimas, en particular lo que respecta a servicios del sector financiero, cuyo control e información está a cargo de la Superintendencia Bancaria, la que no informa el valor agregado de Sociedades Anónimas vinculadas a este sector.

Fuente: Elaborado con base en *Cuentas Nacionales*, 1950-1967, Banco de la República y *Revista de la Superintendencia de Sociedades Anónimas*, 1966.

CUADRO 10.7 – FORMACION INTERNA BRUTA DE CAPITAL
Y FORMACION INTERNA BRUTA DE CAPITAL FIJO
DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS NACIONALES
(Precios constantes de 1958)

Años	F.I.B.C.	F.I.B.Cf.
1955	625.3	488.6
1956	694.4	459.0
1957	972.4	516.2
1958	*733.9	397.3
1959	749.4	466.4
1960	859.0	621.2
1961	1.070.6	871.1
1962	1.601.2	1.242.5
1963	1.695.2	986.5
1964	1.140.4	767.0
1965	1.335.3	908.8
1966	1.811.8	792.1

Fuente: Elaborado con datos de las *Cuentas Nacionales*, Banco de la República. Metodología: Ver texto.

A pesar de los problemas metodológicos a que nos referimos en la nota del cuadro 10.9 sobre las diferentes bases usadas por la Superintendencia de Sociedades Anónimas para los períodos 1955–1961 y 1962–1966, se puede notar que en especial en el período 1962–1966 la F.I.B.Cf. de las sociedades anónimas nacionales presenta una tendencia decreciente, que pudo haberse debido a la devaluación de 1962 y medidas complementarias.

La proporción entre la F.I.B.C. generada por las sociedades anónimas nacionales (F.I.B.C. Nales.) y la F.I.B.C. total [(6)/(2)] cuadro 10.2 y al mismo tiempo la proporción entre la F.I.B.Cf. de las sociedades anónimas nacionales y la F.I.B.Cf. total [(8)/(3)] presentan grandes fluctuaciones. No obstante ambas relaciones son apreciables con respecto al

CUADRO 10.8 – CRECIMIENTO DEL RESPECTIVO SECTOR DE LA ECONOMIA
COLOMBIANA (A PRECIOS CONSTANTES)¹
(Porcentajes)

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	3.38	0.50	5.70	0.03	3.33	5.57	6.90
Minería	-0.43	12.53	8.10	7.50	-3.81	1.30	-3.41
Manufacturero	6.90	4.75	5.90	4.70	6.65	3.63	6.13
Construcción	7.00	-9.15	0.10	2.40	17.60	20.80	10.20
Electricidad, gas y agua	21.50	7.90	4.00	9.10	6.07	13.30	7.00
Comercio	5.12	3.25	7.93	4.50	7.50	1.18	6.80
Transportes y comunicaciones	5.14	5.05	6.11	5.21	6.89	1.35	5.97

¹ No se ha calculado el crecimiento para el sector servicios, puesto que por la nota del cuadro 10.6 tal cálculo no tiene mayor utilidad en el presente trabajo.

Fuente: Cálculos hechos con base en *Cuentas Nacionales*, Banco de la República.

CUADRO 10.9 – FUENTES DE FINANCIACION DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS NACIONALES
(Millones de pesos)

Años	(1) Total fuentes de financiación	(2) Número de sociedades	(3) Fuentes internas	(4) Fuentes externas	(5) (4)/(1) %	(6) Aportes de capital	(7) (6)/(4) %
1955	325.6	719	117.7	207.9	63.7	243.7	117.0
1956	686.7	739	274.6	412.7	60.2	164.6	60.0
1957	1.036.5	730	434.8	601.7	58.0	158.3	26.4
1958	1.226.8	736	530.0	696.7	56.8	341.1	49.0
1959	1.293.7	755	576.4	717.3	55.4	307.2	42.7
1960	1.577.3	810	528.9	1.048.4	66.5	365.5	34.8
1961	2.257.0	906	651.0	1.606.0	71.1	699.0	43.5
1962	3.491.9	920	820.5	2.671.3	76.5	1.365.6	51.1
1963	4.769.6	1.040	1.226.9	3.472.6	72.8	1.077.0	31.3
1964	4.309.3	1.141	1.411.6	2.897.7	67.2	777.0	26.9
1965	5.367.1	1.268	1.446.0	3.921.0	73.0	1.364.4	34.8
1966	8.105.4	1.334	2.066.8	6.038.5	74.5	1.502.8	24.9
1967	2.720.8	774	1.326.0	1.394.8	48.7	412.2	31.1
1968	3.945.6	715	1.603.2	2.342.4	59.4	276.0	11.8

Fuente: Años 1955 a 1960, *Revista de la Superintendencia de Sociedades Anónimas* (noviembre, 1960). Año 1961 idem. 1964. Años 1962 a 1966 idem. 1966.

Nota: La metodología de los años 1955 a 1961 difiere de la de 1962 a 1966 y por tanto hay que tener reservas respecto a las comparaciones (no conocemos las diferencias de metodología en el momento de realizar el trabajo).

total nacional de F.I.B.C. y F.I.B.Cf. En otras palabras, las sociedades anónimas contribuyen en una proporción notable al proceso de inversión.

Como información adicional introducimos, a continuación, la tasa de crecimiento de los sectores de la economía en los cuales operan las sociedades anónimas, ilustrada para los años 1962 a 1968 (cuadro 10.8).

Podemos concluir hasta el momento, que las sociedades anónimas son una parte importante de la economía nacional, ya sea como proporción del P.B.I. o como proporción de la inversión. Si los fondos de inversión están restringidos por ley a hacer sus inversiones en papeles cotizados en bolsa⁴⁹ y la mayoría de éstos corresponden a sociedades anónimas, tiene gran interés el analizar cómo se financian estas sociedades. De la manera como se financien depende la contribución que pueden hacer los fondos al proceso de inversión.

Como se vio en sección anterior, las empresas para sus operaciones o ampliaciones tienen dos fuentes de financiación que se agrupan en fuentes internas y fuentes externas. Las fuentes internas están constituidas por las provisiones para depreciación, ganancias retenidas y obligaciones diferidas (a largo plazo). Las fuentes externas se componen de emisiones de capital (venta de nuevas acciones) y préstamos a largo plazo (lo cual incluye bonos). Respecto a la depreciación⁵⁰ se presenta el grave problema para las empresas de

⁴⁹ Ver página 257, en donde se enumeran los valores en los cuales la ley permite a las sociedades administradoras invertir los recursos de los fondos.

⁵⁰ Paton, William, *Corporate Profits*. Richard D. Irwin, Inc. 1965. Controllershship Foundation Inc. *Depreciation Policy when Price Levels Change*. New York, 1948.

CUADRO 10.10 — PROPORCION DE LA FINANCIACION EXTERNA RESPECTO A LA FINANCIACION TOTAL PARA LAS SOCIEDADES ANONIMAS NACIONALES VINCULADAS AL RESPECTIVO SECTOR (Porcentajes)

Sector	1955-61 Promedio	1962	1963	1964	1965	1966	1962-66 Promedio	1967	1968
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	28.5	(49) ¹	63.5 (54)	80.5	86.5	87.5	82.05		63.8
Minería	(N) ²	(25)	41.2 (25)	31.3 (25)	106.0 (36)	(N) (35)	134.82		17.9
Manufacturas	72.3	(362)	70.0 (426)	62.6 (468)	62.6 (506)	69.0 (531)	67.50		57.4
Construcción	85.6	(11)	95.6 (15)	86.4 (15)	123.0 (16)	81.0 (21)	93.27		
Electricidad, gas, agua	98.5	(49)	87.2 (53)	86.4 (52)	84.3 (52)	87.7 (52)	89.30		71.2
Comercio	89.0	(267)	78.0 (301)	85.0 (348)	92.3 (411)	87.3 (437)	87.00		53.8
Transportes y comunicaciones	61.6	(87)	77.0 (87)	52.6 (86)	75.2 (86)	64.2 (89)	66.70		69.7
Servicios	68.6	(76)	65.0 (79)	51.2 (88)	68.7 (93)	50.0 (89)	62.42		57.6
Conjunto de Sociedades	63.0	76.5	72.8	67.2	73.0	74.5	73.00		59.4

Fuente: Elaborado con datos de *Revistas de la Superintendencia de Sociedades Anónimas* (noviembre 1961, 1964 y 1966).

¹ Número de sociedades entre paréntesis.

² (N): Cantidades negativas, no se realiza el cálculo.

que, en períodos de inflación, la depreciación sobre costos históricos es insuficiente para la reposición de activos, con el efecto adicional de que las utilidades informadas a los accionistas no corresponden a las utilidades reales, lo que por otro lado hace que la empresa pague más impuestos de los que le corresponde. Si a esto se agrega el que las empresas reparten como dividendo una proporción relativamente alta de sus utilidades, las fuentes internas por concepto de depreciación y utilidades retenidas son escasas.

En el caso de Colombia, dado que en la mayoría de los sectores empresariales las fuentes internas son insuficientes, se ven obligados a acudir a la financiación externa en forma de préstamos y emisiones de capital; lo que de otro lado lleva a condiciones favorables para el fomento de los intermediarios financieros, particularmente para los fondos de inversión que pueden desempeñar un gran papel en la adquisición de nuevas emisiones de bonos y acciones.

En el cuadro 10.9 hacemos resaltar la importancia que para las sociedades anónimas tiene la financiación externa, que en todos los años presentados excede a la financiación interna.

Obsérvese que la financiación externa para los años 1961–1966 ha superado en promedio el 70% de la financiación total. En el período 1955–1961 fue del 63 (cuadro 10.10). La participación de la financiación a base de emisiones de capital como proporción de la financiación externa, ha venido decreciendo en una forma fluctuante; pero sin embargo constituye para los últimos años, en conjunto, más de la cuarta parte. Tanto la magnitud de la financiación externa con respecto al total, como los aportes de capital con respecto a la financiación externa, corroboran lo expresado antes, sobre un medio propicio para los intermediarios financieros. No debe olvidarse que la financiación externa está compuesta de emisiones de capital más los préstamos y emisión de obligaciones (bonos), siendo esta última clase de valores una de las alternativas en las cuales puedan invertir los fondos.

Es del caso anotar que en un promedio elaborado para 1962 a 1966, el 49.6% del total de financiación externa proviene de préstamos y que el 31% del total de usos se destina a la financiación de deudores. Para el mismo período, la inversión real (formación interna bruta de capital fijo) de las sociedades anónimas era el 54.12% del total de usos (cuadro 10.9).

Con propósito comparativo introducimos una tabla para las sociedades anónimas norteamericanas entre 1962 y 1968 (cuadro 10.11), en la cual se nota que la financiación in-

CUADRO 10.11 – FINANCIACION PORCENTUAL DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS NORTEAMERICANAS

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
Fuentes externas como proporción de las fuentes totales	29.8	26.6	25.4	30.2	35.0	38.7	36.6
Aportes de capital como proporción de las fuentes externas	3.3	0.0	8.0	0.0	3.6	6.4	0.0

Fuente: Cálculos hechos con base en *The Investment Outlook*, para 1970. Bankers Trust Company, New York.

terna ocupa la importancia de la financiación externa en Colombia y que dentro de la financiación externa en Estados Unidos, la emisión de acciones es bastante reducida y a veces nula.

Un caso semejante al de Colombia, en lo que respecta a financiación externa, es el del Japón, en donde la financiación externa es aproximadamente un 70% de la financiación total, con la diferencia de que aproximadamente el 13% de la financiación externa la constituyen los aportes de capital y cerca del 50% de la misma financiación externa está conformada por préstamos bancarios, lo que refleja el papel tan importante que en la economía japonesa desempeñan los intermediarios financieros monetarios.⁵¹

Para evaluar la importancia que tiene la financiación externa, medida sectorialmente en relación al total de las sociedades anónimas vinculadas a cada sector, hemos elaborado un cuadro anual y por período para 1962 a 1966 (cuadro 10.10).

En el cuadro 10.10 puede observarse la gran inestabilidad del *sector minero* que va desde una financiación externa negativa hasta una financiación externa que supera el 100% del total. En cuanto al *sector agrícola* puede apreciarse el crecimiento continuo de la proporción de financiación externa con respecto a la total, que llega a superar el 80% de ésta. Sectores que así mismo exceden el 80% son los de la *construcción, electricidad, gas y agua y comercio*. Para los sectores *manufacturero, transportes y comunicaciones y servicios*, la financiación externa fluctúa entre el 50 y el 70%. Entre éstos tiene especial importancia el sector *manufacturero*, ya que este solo sector representa cerca del 70% del P.I.B. generado por las sociedades anónimas y a su vez incluye el mayor número de sociedades cuyos valores se cotizan en bolsa. Lo primero puede confirmarse en el cuadro 10.12.

Podemos decir entonces, sumalizando, que para el crecimiento de las sociedades anónimas la financiación externa es básica; y que analizado sectorialmente el problema, se encuentra que el sector *manufacturero*, dada su magnitud, requiere de una financiación externa que excede los dos tercios de su demanda de financiación.

Dentro del proceso de desagregación sectorial con que hemos venido analizando el papel de las sociedades anónimas en la economía colombiana, es conveniente resaltar la importancia que tienen los aportes de capital como fuente de financiación sectorial. Para este efecto se ha elaborado el cuadro 10.13.

El especial énfasis que se hace sobre las emisiones de capital en este estudio se debe a que están constituidas por acciones, valores de gran importancia para los fondos de inversión, como ya lo hemos expresado anteriormente.

⁵¹ "Characteristics of Japan's Financial System", *Bank of Tokyo Semiannual Report*, junio 1964. Un interesante artículo reciente es el de Isamu Imai: "Japan's Financing Method and its Role in Economic Growth", *Sumitomo Bank Review*, enero, febrero, 1971.

CUADRO 10.12 — PORCENTAJE QUE REPRESENTA LA INDUSTRIA MANUFACTURERA RESPECTO AL P.B.I. GENERADO POR LAS SOCIEDADES ANONIMAS

1961	1962	1963	1964	1965	1966
63.9	70.8	71.2	71.4 *	69.5	67.8

Fuente: Elaborado con base en la *Revista de la Superintendencia de Sociedades Anónimas*.

En la mayoría de los sectores las fluctuaciones son anormalmente inestables, tal como sucede con los sectores *agrícola, minero, construcción, electricidad, gas y agua, transportes y comunicaciones y servicios*, sin que ello quiera decir que las emisiones de capital no sean importantes, como puede apreciarse en el promedio 1962—1966. En el sector *comercio* se puede apreciar mayor estabilidad. En el *manufacturero*, para el período cubierto, ha venido disminuyendo la proporción, pero dado el volumen de financiación requerido por este sector, la relación entre los aportes de capital del sector y los del total de las sociedades anónimas es notablemente alta, como puede verse en el cuadro 10.14, comparativo para todos los sectores.

En relación a los sectores del *comercio y electricidad, gas y agua*, a pesar de que sus aportes de capital son significativos con respecto al total de aportes, veremos más adelante que las empresas que pertenecen a estos sectores no ofrecen oportunidades de inversión, dado que muy pocas están inscritas en bolsa o si lo están su movimiento es muy reducido.

El hecho de no haber introducido en el modelo de análisis anterior el sector de servicios financieros, particularmente la banca comercial, banca de fomento (corporaciones financieras), seguros, capitalización y fondos ganaderos, se debe a que los datos de que se dispone para efectos de tal análisis, son escasos y de difícil comparación con los sectores antes enumerados. No obstante, la financiación externa y particularmente las emisiones de capital son de gran importancia para algunos de ellos, como se tendrá ocasión de ver.

Tras haber dado una ojeada de conjunto que muestra la contribución sectorial de las sociedades anónimas a la economía global y de la forma de financiación de las sociedades anónimas, se ha preparado el camino para comprender mejor cuáles son las oportunidades de inversión y el papel que los fondos de inversión pueden tomar dentro de este conjunto, sin dejar de investigar cuál es su verdadero aporte a la inversión real del país.

2. Oportunidades de inversión a que se enfrentan los fondos.

Según el análisis hecho en la sección 1., podemos concluir que la estructura de financiación de las sociedades anónimas colombianas crea un ambiente propicio para la presencia de los intermediarios financieros, tanto monetarios como no monetarios, lo cual corresponde al análisis inicial de este trabajo.

Respecto a los intermediarios financieros no monetarios hay un ambiente potencial amplio para los fondos de inversión, ya que las emisiones de capital son parte apreciable de la financiación de las sociedades anónimas; esto sin incluir lo que pudiera ser un mercado de bonos más amplio, en el que los fondos de inversión podrían tomar parte activa.

Pese a todo lo anterior, aunque formalmente ese ambiente exista, hay dificultades de diversa índole, de las cuales estudiamos algunas que creemos importantes.

La primera gran dificultad es la actitud negativa de los propietarios accionistas de empresas ante la posibilidad de admitir nuevos accionistas, hecho que explica en parte el que

CUADRO 10.13 – PROPORCION DE LOS APORTES DE CAPITAL AL TOTAL DE FINANCIACION EXTERNA PARA LAS SOCIEDADES ANONIMAS VINCULADAS AL RESPECTIVO SECTOR (Porcentajes)

Sector	1955-61 Promedio	1962	1963	1964	1965	1966	1962-66 Promedio	1967	1968
Agricultura, silvicultura, caza y pesca		1.7 (49) ¹	51.2 (54)	36.9 (59)	55.1 (68)	34.6 (80)	41.1		23.9
Minería		(N) ² (25)	28.6 (25)	5.0 (25)	70.6 (36)	7.1 (35)	53.7		30.9
Manufacturero		55.5 (362)	31.2 (426)	25.4 (468)	28.7 (506)	22.3 (531)	31.0		8.5
Construcción		58.3 (11)	18.2 (15)	42.1 (15)	106.3 (16)	35.3 (21)	49.1		
Electricidad, gas, agua		66.0 (49)	57.2 (53)	54.6 (52)	85.0 (52)	46.3 (52)	60.4		30.0
Comercio y transportes		28.5 (267)	19.6 (301)	21.6 (348)	32.6 (411)	28.8 (437)	27.5		
Transportes y comunicaciones		(N) (87)	6.8 (87)	13.7 (86)	27.0 (86)	5.0 (89)	13.3		10.0
Servicios		44.0 (70)	66.0 (79)	34.0 (88)	37.9 (93)	45.0 (89)	43.7		60.9
Conjunto de Sociedades	43.1	51.1	31.3	26.9	34.8	24.9	32.0		11.8

Fuente: Elaborado con datos de *Revistas de la Superintendencia de Sociedades Anónimas* (noviembre 1961, 1964 y 1966).

¹ Número de sociedades entre paréntesis.

² (N): Cantidades negativas, no se realiza el cálculo.

CUADRO 10.14 – RELACION ENTRE LOS APORTES DE CAPITAL DE CADA SECTOR Y EL TOTAL DE APORTES EN LAS SOCIEDADES ANONIMAS¹ (Porcentajes)

Sector	1962	1963	1964	1965	1966	1962-66 Promedio	1967	1968
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	0.10	2.00	9.90	6.80	6.50	4.73		4.38
Minería	0.26	0.37	0.20	4.40	0.10	1.10		1.38
Manufacturero	74.60	64.60	50.70	40.30	53.50	56.90		43.11
Construcción	0.50	0.40	1.00	1.30	0.40	0.71		1.00
Electricidad, gas, y agua	15.20	18.50	16.00	10.80	8.45	13.30		12.20
Comercio	7.45	10.20	16.30	25.70	29.10	18.50		0.00
Transportes y comunicaciones	0.10	1.30	3.78	7.60	1.00	2.60		18.30
Servicios	2.20	2.57	2.00	3.00	1.00	2.15		23.70

Fuente: Elaboración con base en la *Revista de la Superintendencia de Sociedades Anónimas*, 1966.

¹ El número de sociedades para cada sector es el mismo del cuadro 10.13

una proporción tan pequeña de las sociedades anónimas estén inscritas en bolsa. Tal actitud se funda generalmente en el temor de perder el control de la empresa con la inscripción y negociación de las acciones en bolsa. Se habla de negociación porque algunas sociedades inscritas no registran prácticamente ningún movimiento durante varios períodos, salvo algunos pequeños movimientos con fines presumiblemente tributarios.

Los requisitos que exigen las bolsas⁵², para que una sociedad esté inscrita en ella son de dos tipos: de información legal y administrativa y el requisito de que el capital pagado exceda de \$ 500.000.00. Las cuotas de ingreso y anuales no son tampoco apreciables. Como puede verse, tales requisitos no son gravosos para las sociedades anónimas. Una razón adicional que pueden tener los propietarios accionistas es la de no divulgar información.

No exponemos más sobre las razones para no inscripción en bolsa, puesto que en este simposio se presenta una ponencia sobre bolsa de valores.

Cualesquiera que fueren las razones para que las sociedades anónimas no estén inscritas en bolsa, nos ocuparemos en adelante únicamente de las inscritas, puesto que como sabe-

⁵² Tobón, Gustavo, *Sociedad administradora y fondos de inversión*, tesis de grado, 1970. La información se refiere a la Bolsa de Bogotá.

mos los fondos de inversión, por exigencia legal, sólo pueden invertir en estas últimas. Dentro de las inscritas en bolsa algunas son sociedades familiares que tienen un movimiento despreciable en bolsa, ya que son presumiblemente operaciones con objeto tributario y por tanto serán excluidas también de nuestro análisis.

Con estas delimitaciones nos proponemos estudiar cuáles son los valores y grupos de valores que sirven como oportunidad de diversificación para los fondos de inversión en su calidad de inversionistas en acciones y bonos.

Con el propósito de analizar cuáles son las sociedades en las que los fondos pueden invertir, hemos agrupado las sociedades anónimas teniendo en cuenta los criterios anteriormente mencionados (sociedades anónimas inscritas en bolsa no estrictamente familiares). Ver cuadro 10.15.

En primer lugar incluimos en lista todas las sociedades en las cuales han invertido los fondos en los últimos 4 años y de las demás sociedades inscritas en las Bolsas de Bogotá y Medellín seleccionamos aquellas que tengan como accionistas un número mayor de 25 personas naturales y 5 jurídicas, números que consideramos un mínimo de oportunidades de inversión. Hay que hacer notar que en determinados casos algunos fondos de inversión han invertido en sociedades que no alcanzan tales límites, pero esto se debe fundamentalmente a una vinculación especial, bien sea del fondo o del grupo a que casi siempre están vinculados los fondos con esa determinada sociedad.

Se ha tratado de cuantificar el movimiento de las sociedades ya especificadas de acuerdo a la rotación en bolsa de sus acciones pagadas, puesto que es razonable esperar que mientras más alto sea el movimiento porcentual de las acciones en bolsa respecto al número de acciones pagadas, mayor es la oportunidad de que cualquier inversionista, en cualquier momento, pueda adquirir valores deseados.

Los límites de rotación que hemos fijado varían entre el cero y el 5% por considerar que un movimiento del 5% en adelante ofrece una oportunidad razonable en cuanto a diversificación. Como veremos después, gran parte del monto en la bolsa se concentra en muy pocos valores. Los límites definidos se han subdividido entre el 0 y el 0.5%, 0.5 y 2%, 2 y 5% y 5% en adelante.

La clasificación de las sociedades se ha hecho de acuerdo a la de sectores económicos. Esto con el objeto de utilizar la información que la Superintendencia ofrece. Tal clasificación seguirá siendo empleada cuando estudiemos la composición de las carteras de los fondos durante su trayectoria de existencia.

Las sociedades incluidas en el intervalo 0-0.5% no constituyen prácticamente ninguna posibilidad de inversión para el conjunto de los fondos. En las sociedades cuyos nombres están entre paréntesis, los fondos no han invertido en los últimos 4 años. En las demás dentro del mismo intervalo, si los fondos han invertido, pese a su escaso movimiento, se debe a factores especiales entre los cuales ya anotamos la vinculación del fondo o grupo a que pertenece con esa sociedad. Algo semejante sucede en igual o menor grado con las sociedades agrupadas entre el 0.5 y el 2%.

Para las sociedades entre el 2 y el 5%, las oportunidades de los fondos aumentan. Sin embargo, puede decirse que las operaciones en bolsa de algunas de estas sociedades tienen muchas fluctuaciones durante el año, restringiendo en muchos casos las posibilidades de inversión a ciertos períodos del año. En otras palabras, los fondos de inversión no tienen grandes posibilidades de adquisición de acciones de estas sociedades en un momento determinado.

Las mayores oportunidades se presentan para las sociedades que mueven más del 5% de sus acciones, aunque esto no se refiere al valor de transacciones como podremos ver luego. Dentro de las 42 que agrupamos en este intervalo sólo unas pocas tienen un movimiento entre el 10 y el 20%.

CUADRO 10.15 – OPORTUNIDADES DE DIVERSIFICACION PARA EL INVERSIONISTA
(Movimiento en las Bolsas de Bogotá y Medellín de las sociedades anónimas
de enero a diciembre 31 de 1970, de acuerdo al porcentaje de sus acciones pagadas)

Clasificación ³	0 – 0.5% ⁴	0.5 – 2%	2 – 5%	5% en adelante
I. Agricultura y silvicultura, caza y pesca				
Extractivas				Industrias del Mangle (c)
II. Minería		(Regal. Petrolíferas) (e)		
III. Manufacturero				
A. Alimentos	Ingenio Providencia (e) (Pichichí) (e)	Ingenio La Manuelita (c) Molinera de Herrán (e) Proleche (c)	Industria Harinera (c)	Cía. Nal. de Chocolates (a) Ind. Alimentos Noel (c)
B. Bebidas			Gaseosas Posada Tobón (c)	Bavaria (a) Cervecería Andina ¹ (a) Cervecería Unión (a)
C. Cueros y derivados				Colomb. de Curtidos (b) (Manufac. La Corona) (c)
D. Materiales de construcción	(Ladrillos Moore) (e)	Cementos Caldas (e) Eternit Atlántico (c) Eternit Pacífico (e)	Eternit Colombiana ² (a) Manuf. de cemento ² (d)	Cementos Argos (a) Cementos Caribe (a) Cementos Diamante (a) Cementos Samper (a) Cementos del Valle (a) Tubos Moore (c)
E. Productos de caucho	(Uniroyal Croydon) (e)			Grulla (c)
F. Siderometalúrgicas	Cimetal (d) Incorsa (d) (Unión Industrial) (e)	Electromanufac. (d) (Iderna) (e)		Apolo (c) Imusa (b) I.M.P. (a) Paz del Río (a) Sidelpa ¹ (b) Siderúrgica de Medellín (a)
G. Tabaco				Coltabaco (a)
H. Textiles y confecciones	(Calcetería Helios) (e) (La Garantía) (e) (Fca. de M. José de S.) (e) (Tejidunión) (e) (Litografía Colombia) (e)	Celanese ² (c) Hilanderías del Fonce (d)	Everfit (c) Tejidos Unica (c)	Coltejer (a) Fabricato (a) Pepalfa (c) Primavera (c) Tejicondor (a) Vicuña (c) Alicachín (d)
I. Varios	Sulfácidos (e) Muebles Artecto (e) (Ifsa) (e) Jabonerías Unidas (e)	(Fosforera Colom.) (e) Industrias Estra (e) Peldar (c)	Cartón de Colombia (a)	
IV. Construcción	Industrial de Vivienda (e)	Vivienda y Urbaniz. (e)		
V. Electricidad, gas y agua	Acueducto de B/mga. (e)		Colgas (d)	
VI. Comercio	(Edificio Pasaje Sucre) (e) Inver. García Paredes (e) Bolsa de Bogotá (e) Urb. David Puyana (e) (Edif. Soc. de Agr. Col.) (e) (La Urbana, B. R.) (e)	Ospinas & Cía. (d)	Cadenalco (c) Codi (c)	Inversiones Aliadas (c) Inversiones Bogotá (c)
VII. Transportes y comunicaciones	(Naviera Fluvial Col.) (e)		Teleférico a Monserrate (c)	Avianca (a) Funicular a Monserrate (c)
VIII. Servicios				
A. Espec. Públicos	(Cía de Deportes) (e)			Cine Colombia (b)
B. Financieros				
1. Bancos	República (e)	Occidente (c) Santander (e)	Del Comercio ² (b) (Nacional de la Sabana) (c)	Bogotá (a) Colombia (a) Comercial Antioqueño (a) Gran Colombiano (b) Industrial Colombiano (a)

CUADRO 10.15 – Continuación

Clasificación ³	0 – 0.5% ⁴	0.5 – 2%	2 – 5%	5% en adelante
2. Inversión y financ.	Corp. Fin. de Caldas (e) Indega (e)	Fdo. Gan. de Caldas (d) (Fdo. Gan. del Valle) (e)	Capit. y Ahorros Bolívar (c) Corp. Fin. Nacional (c) Talleres Centrales (d)	Fdo. Ganad. de Antioquia (b)
3. Seguros		(Aseg. Granc. de Vida) (e) (Aliadas de Seguros) (e)		Colomb. de Seguros (a) Suramericana de Seg. (a)
C. Otros	(Hotel Nutibara) (e)			
	Total: 30 (e): 30	Total: 22 (e): 12 (d): 4 (c): 6	Total: 16 (d): 3 (c): 10 (b): 1 (a): 2	Total: 42 (d): 1 (c): 12 (b): 6 (a): 23

Fuente: Elaborado con base en los boletines y directorios de las bolsas de valores de Bogotá y Medellín

¹ Aunque en este período el movimiento se incluye en esta clasificación en los períodos anteriores registra movimientos menores.

² En el período o períodos anteriores su movimiento fue mayor.

³ La clasificación de este cuadro se hace según los criterios de la Superintendencia de sociedades anónimas.

⁴ Incluyen los pequeños movimientos para efectos presumiblemente fiscales.

() En estas sociedades los fondos no han invertido en los últimos 4 años.

(a) Monto en la Bolsa de Bogotá y Medellín de 10 millones de pesos en adelante.

(b) Monto en la Bolsa de Bogotá y Medellín de 5 millones a 10 millones

(c) Monto de la Bolsa de Bogotá y Medellín de 500.000 a 5 millones.

(d) Monto de la Bolsa de Bogotá y Medellín de 100.000 mil a 500.000.

(e) Monto de la Bolsa de Bogotá y Medellín de cero a 100.000 mil.

Un criterio complementario, no menos importante se refiere al volumen monetario de las transacciones de las sociedades en las bolsas de valores. Con el fin de especificar este criterio hemos agrupado el volumen de operaciones en el año para cada sociedad, dentro de los siguientes límites:

- Sociedades cuyo monto varía entre los 5 y los 10 millones de pesos.
- Entre 500.000 y 5 millones de pesos.
- Entre 100.000 y 500.000 pesos.
- Movimientos de cero a 100.000 pesos.

(La clasificación correspondiente para cada sociedad aparece a continuación del nombre en el cuadro 10.15).

La aplicación de dicho criterio a las sociedades que incluimos en lista conduce a los resultados que podemos apreciar en el cuadro 10.12 y que se pueden resumir en los siguientes términos:

Las sociedades con un monto de 0 al 0.5% no superan nunca un volumen de 100.000 pesos. De las sociedades entre el 0.5 y el 2% la mayoría sigue dentro del mismo volumen con algunas excepciones importantes que superan los 500.000 pesos.

La verdadera oportunidad de inversión de acuerdo al volumen (teniendo en cuenta la cuantía de inversiones de los fondos de inversión que estudiaremos después) se da para las sociedades que superan el límite (c), o sea 60 sociedades de la 110 estudiadas. Sin embargo, a pesar de ese número, el 67% del volumen total de acciones en la Bolsa de Bogotá se encuentra tan sólo en 10 papeles que en orden decreciente son: Bavaria, Colseguros, Coltejer, Banco de Bogotá, Avianca, Coltabaco, Fabricato, Banco de Colombia, Eternit Colombiana y Banco Comercial Antioqueño. Para la Bolsa de Medellín, igualmente 10 valores comprenden el 61% del volumen total de acciones; son, en orden decreciente: Coltejer, Bavaria, Coltabaco, Fabricato, Banco Comercial Antioqueño, Siderúrgica, Fondo Ganade-

ro de Antioquia, Banco Industrial Colombiano, Avianca y Cervecería Unión (los datos corresponden a 1970).

Los criterios que hemos fijado y cuantificado en cuanto al movimiento de las acciones y al volumen de operaciones en bolsa respecto de cada sociedad, son de vital importancia para los fondos de inversión, pues indican las posibilidades de flujo en el tiempo mediante las cuales pueden cambiar el stock de acciones.

Un hecho importante para destacar es el de que el total de inversiones de los fondos para 1970 tiene un valor cercano del total del movimiento de las Bolsas de Bogotá y Medellín para el mismo año. Esto es un índice de las difíciles condiciones a que se pueden ver enfrentados los fondos cuando requieran una liquidación rápida de inversiones. Podemos adelantar a modo de conclusión, que el mercado de inversiones en el que se mueven los fondos es de una gran estrechez, agravada por los requisitos legales de inversión.

El proceso de análisis anterior nos ha llevado a concluir que el mercado de valores es relativamente estrecho dadas las pocas sociedades que tienen un movimiento significativo, el cual se centra principalmente en el sector manufacturero y de servicios financieros bancarios.

La siguiente etapa del análisis es cuantificar por sectores (o subsectores) en términos absolutos y porcentuales las tenencias de acciones y bonos (con las restricciones anotadas anteriormente) de los fondos⁵³, con el objeto de conocer la importancia que tiene la tenencia de acciones por parte de los fondos respecto a las acciones pagadas de cada sociedad y en qué sectores y subsectores dicha tenencia es apreciable. Una vez obtenido lo anterior puede compararse con otro hecho de gran relevancia, mencionado antes, y se refiere a qué importancia tiene la financiación a base de ampliaciones de capital para las empresas que constituyen los sectores y subsectores.⁵⁴

El argumento para realizar una comparación por sectores y subsectores entre las cantidades correspondientes a tenencias de los fondos y financiación a base de ampliaciones de capital es el siguiente: Desde el punto de vista de la inversión, a la cual damos tanta importancia, la contribución de los fondos se refleja en la proporción de nuevas emisiones que toman éstos, porque puede suceder, por ejemplo, que los fondos tengan grandes inversiones en ciertos sectores y subsectores que no se financien a través de ampliaciones de capital, en cuyo caso la contribución que pueden hacer los fondos al proceso de inversión no es una contribución directa, aunque puede serlo indirectamente mediante una ampliación del mercado de valores.

Adicionalmente, una de las alternativas de financiación externa que tienen las empresas es la emisión de bonos, pero tal alternativa es difícil de cuantificar debido a que no disponemos de una base que nos indique ni siquiera aproximadamente la proporción de nuevas emisiones de bonos que toman los fondos. El mismo problema metodológico se presenta para los bonos oficiales.

Para cumplir el objetivo propuesto se empezará haciendo un análisis de las carteras de los fondos, agrupándolos en dos grandes períodos (1959-1964 y 1965-1970), que cubren toda la historia de los fondos en nuestro país. Insistimos en el año 1965 dado que la legislación sobre fondos, como ya lo anotamos, introdujo un cambio fundamental con el

⁵³ Para el presente trabajo esto ha sido realizado usando los informes trimestrales que publica cada fondo. En ocasiones ha sido necesario usar uno o dos informes a noviembre o enero por no disponer de los correspondientes a diciembre. Esto es especificado en las ocasiones que ha sido necesario.

⁵⁴ Respecto a la medida que pueda usarse para las ampliaciones de capital en términos porcentuales, de las sociedades anónimas, ésta puede hacerse simplemente para cada año encontrando la diferencia entre las acciones pagadas entre el 31 de diciembre del año en cuestión y el 31 de diciembre del año anterior.

Decreto 3233 que tuvo como consecuencia la prohibición de otorgar y adquirir obligaciones avaladas, lo que introdujo grandes variaciones en la composición de las carteras.

Sobre el primer período no elaboraremos un estudio detenido debido a que de 1959 a 1964 sólo estaba en operación un solo fondo, el Fondo Crecinco. El Fondo Grancolombiano que aparece en 1963, invierte principalmente desde su comienzo hasta 1965 en letras y pagarés avalados. Algo semejante sucede desde el momento de su fundación con el Fondo Seguridad.⁵⁵ Esta política de inversión de los fondos condujo a las disposiciones legales enunciadas.⁵⁶

Con lo anterior creemos clarificar las razones para elegir como objeto de estudio el período 1965-1970. No obstante, en el anexo estadístico que incluimos en este trabajo se presenta una información pormenorizada sobre el período 1959-1964, que puede servir como base de comparación para los aspectos que se analizan acerca del último período. Si a menudo se observan en tal anexo ligeras discrepancias con las cifras que presenta la Superintendencia Bancaria, esto puede deberse a que disponemos información de fechas diferentes en algunas ocasiones, como se consigna cuando corresponde. En el cuadro 10.16 se presenta una consolidación de las carteras de los fondos para los años 1965 a 1970, incluyendo la proporción que las acciones de cada sociedad en poder de los fondos representan del total de cartera (cuadro 10.16).

El primer dato de interés que puede observarse es el aumento del total de cartera de 248 millones de pesos en 1965 a 1.391 en 1970. Esta cartera conviene discriminarla entre acciones y renta fija más caja y bancos. La renta fija está compuesta por bonos oficiales y privados, cédulas del B.C.H. y varios, dentro de los cuales incluimos créditos hipotecarios, letras, pagarés y otros.

Desde 1965 hay una marcada tendencia hacia la adquisición de acciones que se refleja tanto en un crecimiento del valor absoluto como de la proporción respecto a la cartera. Así, las acciones que tenían un valor de 104 millones y constituían el 42.12% de la cartera, pasaron a constituir en 1970 el 91.44% con un valor de 1.272 millones. Este crecimiento en la inversión en acciones ha traído paralelamente el que pocos valores representan cada vez más un porcentaje creciente de la cartera. Al realizar un análisis respecto a los 12 valores que representan una mayor inversión, se encuentra que éstos constituyen una proporción que varía del 20% en 1965 al 53% en 1970, tal como puede verse en el cuadro 10.17.

El crecimiento de las acciones se refleja en un sentido inverso respecto a los valores y títulos de renta fija, que fluctúan en términos absolutos entre 139 millones como máximo en 1965 y 77 como mínimo en 1967, pero que decrecen continuamente en términos relativos del 55.97% al 6.75%.

Para analizar las inversiones realizadas en acciones empleamos la clasificación sectorial que hemos adoptado en los análisis anteriores, lo cual permite establecer relaciones con el aspecto tratado en la sección 1 sobre la contribución de las sociedades anónimas a los distintos sectores económicos.

Un hecho de notable relevancia es el papel que desempeñan las inversiones en el sector manufacturero dentro del conjunto de inversiones de los fondos. Conviene recordar que las sociedades anónimas del sector manufacturero generan cerca del 70% del P.B.I. generado por el total de las sociedades anónimas.

⁵⁵ Los Fondos Crecinco y Suramericana (creado en 1964) continuaron realizando sus inversiones fundamentalmente en acciones y bonos.

⁵⁶ En el cuadro 10.16 se verá que para 1965 el renglón varios constituido en su mayoría por letras y pagarés avalados, es el 52.54% del total de la cartera consolidada de los fondos.

Dentro de las inversiones de los fondos, el sector manufacturero guarda una proporción mayor con respecto al total de la cartera en acciones en todo los años estudiados. Su participación porcentual casi llega a duplicarse al pasar del 30.4% en 1965 al 57.66% en 1970.

El sector que le sigue en importancia cuantitativa es el de servicios, que sin embargo ha tenido un incremento porcentual mayor. En efecto, de ser el 8.11% en 1965 pasa al 25.9% en 1970. Es necesario resaltar que casi todo este aumento se ha debido al crecimiento del sector de servicios financieros.

El sector comercio ha tenido una relativa estabilidad como porcentaje de la cartera, el cual ha fluctuado entre 3.90% y 4.50%. El cuarto sector, transportes y comunicaciones, ha

CUADRO 10.16 – COMPOSICION SECTORIAL DE LA CARTERA DE LOS FONDOS DE 1965 A 1970

Sector	1970		1969		1968		1967		1966		1965	
	Valuación	%C	Valuación	%C	Valuación	%C	Valuación	%C	Valuación	%C	Valuación	%C
ACCIONES												
I. Agricultura, silvicultura	192.000	0.01	388.196	0.03	411.031	0.08	466.702	0.16	1.055.782	0.44	223.386.	0.09
II. Minería												
III. Industria manufacturera	802.509.868	57.7	591.480.561	54.0	200.123.395	38.3	115.699.675	40.2	61.519.715	26.1	71.590.120	30.4
A. Alimentos	69.802.510	5.0	32.234.232	2.9	11.237.825	2.1	5.198.663	1.8	4.917.468	2.1	5.121.157	2.1
B. Bebidas	57.088.016	4.1	22.270.362	2.0	33.146.127	6.3	28.787.148	9.9	2.886.660	1.2	11.224.214	4.5
C. Cueros y derivados	32.950.479	2.4	28.416.988	2.6	9.114.064	1.7	4.191.975	1.4	2.418.189	1.0	1.716.022	0.7
D. Materiales de construcción	201.990.179	14.5	188.914.557	17.3	44.308.739	8.5	24.959.829	8.7	13.829.903	5.9	13.889.502.	5.6
E. Productos de caucho	11.777.442	0.8	7.662.703	0.7	5.037.113	1.0	2.630.948	0.9	4.021.031	1.7	4.382.364.	1.8
F. Siderometalúrgicas	45.590.018	3.3	12.131.855	1.1	3.703.796	0.7	2.542.428	0.9	3.445.344	1.5	8.651.431	3.5
G. Tabaco	79.342.482	5.7	61.327.595	5.6	19.459.602	3.7	14.231.208	4.9	6.860.260	2.9	7.350.187	2.9
H. Textiles y confecciones	263.639.137	18.9	215.057.944	19.6	66.343.079	12.7	28.622.819	9.9	15.604.646	6.6	16.251.916	6.6
I. Varias	40.329.607	2.9	23.464.325	2.1	7.773.050	1.5	4.534.661	1.6	5.081.766	2.7	3.033.327	1.2
IV. Construcción	2.425.340	0.2	1.796.386	0.2	175.003	0.03	700.002	0.2	700.000	0.3	700.000	0.3
V. Electricidad, gas, agua	1.069.733	0.1	1.224.058	0.1	287.929	0.5	221.305	0.1	216.060	0.1	71.060	0.03
VI. Comercio	57.121.741	4.1	41.834.196	3.8	20.343.771	3.9	11.489.882	4.0	10.629.797	4.5	10.589.951	4.2
VII. Transportes y comunicaciones	47.570.346	3.4	48.449.606	4.4	23.437.947	4.5	5.802.466	2.0	1.682.187	0.7	1.324.796	0.5
VIII. Servicios	360.304.914	25.9	210.939.846	19.3	128.337.747	24.6	48.800.916	16.9	23.237.569	9.9	20.147.450	8.1
A. Espectáculos públicos	26.257.853	1.9	22.302.645	2.0	7.921.054	1.5	4.949.308	1.7	3.796.901	1.6	3.427.091	1.4
B. Financieros	334.047.081	24.0	180.562.867	16.5	120.416.963	23.1	43.851.608	15.2	19.440.668	8.3	16.720.351	6.7
1. Bancos	258.426.357	18.6	138.092.133	12.6	109.384.530	21.0	33.787.403	1.7	13.082.073	5.6	12.685.639	5.1
2. Inversión y financiación	15.387.055	1.1	8.074.334	0.7	3.454.800	0.7	1.781.800	0.6	595.200	0.2	760.214	0.3
3. Seguros	60.233.669	4.3	34.396.400	3.1	7.577.633	1.4	8.302.405	2.9	5.763.395	2.4	3.274.506	1.3
Derechos	1.333.601.	0.1	2.024.743	0.2	57.600	0.01	8.146	D.	3.204	0.0	6.106	D.
Total en acciones	1.272.527.543	91.4	889.859.248	81.3	373.174.690	71.5	183.189.104	63.6	99.098.419	42.1	104.652.869	42.1
RENTA FIJA												
I. Bonos												
A. Oficiales	29.327.920	2.1	14.972.254	1.4	16.054.591	3.1	18.986.599	6.6	23.199.671	9.9	1.169.543	0.5
B. Privados	36.141.685	2.6	96.993.136	8.9	84.508.222	16.2	52.595.220	18.3	43.918.342	18.7	7.356.954 ¹	3.0
1. Manufacturas	8.087.364	0.6	61.420.354	5.6	45.309.510	8.7	13.558.435	4.7	12.395.787	5.3	7.355.224	3.0
2. Construcciones	7.447.077	0.5	11.424.107	1.0	13.772.247	2.6	12.776.310	4.4	9.789.680	4.2	000	
3. Comercio	13.081.864	0.9	18.206.875	1.7	24.500.000	4.7	25.732.875	8.9	21.632.875	9.2	1.740	D.
4. Servicios	8.334.100	0.6	5.945.800	0.5	926.465	0.2	527.600	0.2	100.000	0.04		
Total en bonos	66.278.325	4.8	111.965.390	10.2	100.562.813	19.3	71.581.719	24.9	67.118.013	28.5	8.526.507	3.4
II. Cédulas B.C.H.	7.661.470	0.5	15.906.388	1.4	2.669.956	0.5			210.200	0.9		
III. Varios (C.A.T., Crédito hipotecario, letras y pagarés avaladas y otros)	20.011.654	1.4	14.025.767	1.3	10.468.342	1.9	5.604.650	1.9	52.409.092	22.3	130.527.114	52.5
Total renta fija	93.956.449.	6.7	141.897.545	13.0	113.401.111	21.7	77.186.369	26.8	121.737.305	51.7	139.053.621	56.0
Total inversiones mobiliarias	1.366.513.992	98.2	1.031.756.803	94.3	486.575.801	93.2	260.375.473	90.4	220.835.724	93.9	243.706.490	98.1
Caja y Bancos	25.103.181	1.8	62.829.000	5.7	35.454.380	6.8	27.644.602	9.6	14.388.612	6.1	4.701.931	1.9
Total de cartera	1.391.617.173	100%	1.094.585.803	100%	522.030.181	100%	288.020.075	100%	235.223.724	100%	248.408.421	100%

Fuente: Elaborado con base en el anexo estadístico presentado en este trabajo.

¹ Para un fondo aparecen consolidados los bonos del sector manufacturero y de servicios financieros. D: % despreciable

CUADRO 10.17 – PARTICIPACION TOTAL QUE TIENEN EN LA CARTERA DE LOS FONDOS
LOS 12 MAYORES PAPELES PARA EL RESPECTIVO AÑO

	Diciembre					
	1970	1969	1968	1967	1966	1965
I. Industria manufacturera						
A. Alimentos						
B. Bebidas						
Bavaria	3.06		3.17	5.00	1.05	2.70
Postobón				4.73	1.20	1.28
C. Cueros y derivados						
Colcurtidos	2.59					
D. Mat. de construcción						
Cem. Argos	5.85	7.15	3.70	2.94	2.60	2.08
Cem. Caribe		2.14				
Cem. Diamante				2.67		
Cem. Valle		2.13				
Eternit Colombiana	2.70	2.55				
E. Siderometalúrgico						
Simesa						1.70
F. Tabaco						
Coltabaco	5.70	5.60	3.73	4.94	2.91	2.95
G. Textiles						
Celanese						1.50
Coltejer	7.64	8.41	5.80		2.08	1.50
Everfit						1.20
Fabricato	5.62	5.40	2.75	2.54	1.14	
Tejicondor	2.71	2.87				
H. Varios						
Muebles Artecto					1.28	
II. Transportes y comunicaciones						
A. Avianca	3.02	4.14	4.46	2.06		
III. Servicios						
A. Espectáculos públicos						
Cine Colombia				1.72	1.61	1.37
B. Bancos						
Bogotá	3.17		5.52	3.49		
Colombia	6.65	4.82	7.56	2.66	1.19	1.15
Comercial Antioqueño	3.80	2.57	3.12	2.42	1.52	1.10
Industrial Colombiano			2.98		1.30	1.51
C. Seguros						
Colombiana de Seguros				2.30	1.18	
Suramericana de Seguros	3.02					
Total	53.02	50.37	46.18	41.00	19.06	20.04

Fuente: Anexo estadístico.

venido incrementándose cuantitativamente, aunque porcentualmente no tenga variaciones en un sentido definido.

Respecto a los otros tres sectores, agricultura, silvicultura, pesca y caza, minería y electricidad, gas y agua, puede decirse que las inversiones de los fondos son poco o nada significativas, ya que no llegan a superar en conjunto siquiera el 0.5%. Todo lo anterior puede observarse en el cuadro 10.16. En resumen, las inversiones de los fondos son de gran importancia en los sectores manufacturero y de servicios, de menos importancia en los sectores comercio y transporte e insignificantes en los sectores agricultura, silvicultura, pesca y caza, minería y electricidad, gas y agua. Dado lo anterior sólo nos concentraremos en los 4 primeros sectores mencionados.

Para evaluar la contribución que hacen los fondos en estos sectores al proceso de inversión directa, seguiremos la metodología enunciada anteriormente.

Dentro del sector manufacturero se nota la especial importancia que toman dos subsectores: el textil y el de materiales de construcción, que han crecido en todo el período analizado. Siguen en importancia, tabaco y alimentos, que también crecen consistentemente. De menor importancia relativa ha sido el crecimiento de las inversiones de los fondos en el subsector cueros. Los subsectores hasta aquí mencionados han crecido tanto en cantidades absolutas como porcentuales. Los subsectores bebidas, productos de caucho y siderometalúrgicas han crecido en términos absolutos, pero la participación porcentual dentro de la cartera de los fondos ha sido muy variable.

Singularizando las sociedades que constituyen cada uno de los subsectores anteriormente mencionados, nos referiremos a la proporción que representan las acciones en poder de los fondos, respecto al total de acciones pagadas de cada sociedad (%F).

En el cuadro 10.18 presentamos las sociedades para las cuales dicha proporción en 1970 variaba entre el cero y el 5%, el 5% y el 10%, el 10% y el 20% y el 20% en adelante, que corresponden a unas tenencias que se pueden catalogar como de baja, media, apreciable y alta importancia. De esta clasificación excluimos las sociedades que no reflejan una tendencia creciente desde 1967 hasta el presente, como puede corroborarse en el anexo estadístico. (Ver cuadro 10.18)

Presentamos también en relación a las sociedades particulares un cuadro (cuadro 10.19) que refleja para cuáles de ellas ocupa un papel primordial la financiación con base en emisión de acciones durante el período diciembre 1964—diciembre 1970.⁵⁷ Para la fijación de porcentajes se ha tomado como criterio el que una tasa compuesta máxima de emisión del 3.7% anual (correspondiente a un aumento del 20% en un período de 5 años, o de 24% en 6 años) refleja una baja financiación a base de emisión de acciones. Una financiación que fluctúe entre 3.7% y el 8.5% anual (esta última tasa corresponde a un aumento del 50% en un período de 5 años y el intervalo corresponde a una emisión entre el 24 y el 63% para un período de 6 años) se considera como una necesidad media de la financiación externa mediante aportes de capital. Por último, una financiación que supere el 8.5% anual compuesto puede estimarse como una alta financiación a través de emisiones de capital. Esto puede sintetizarse diciendo que a medida que aumenta el porcentaje de financiación, mayor importancia adquieren los intermediarios financieros no monetarios como suscriptores de nuevas emisiones de capital.

A través de las entrevistas que sostuvimos con los gerentes y administradores de fondos, encontramos unanimidad en el sentido de que estos siempre toman todas las acciones que les corresponde por emisiones y en ocasiones compran también derechos. En nuestra opinión esto es fácil de llevar a cabo cuando los activos netos de cada fondo están en

⁵⁷ Esto se encuentra más pormenorizado en el anexo estadístico.

CUADRO 10.18 – SOCIEDADES CUYAS ACCIONES EN PODER DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ESTÁN COMPRENDIDAS ENTRE LOS PORCENTAJES DETERMINADOS Y A LA VEZ EL PORCENTAJE HAYA VENIDO EN AUMENTO DESDE 1967

Sociedades	0 – 5% (bajo)	5 – 10% (media)	10 – 20% (apreciable)	20 en adelante (alta)
I. Ind. manufac.				
A. Alimentos	Providencia	Noel Manuelita		Nacional de Chocolates Harinera
B. Bebidas	Bavaria	C. Unión		
C. Cueros y derivados				Colcurtidos
D. Materiales de construcción	Samper Eternit Colomb. Eternit Pacífico	Man. de Cem.	Caribe Valle	Argos ¹ Tubos Moore ²
E. Productos de caucho				Grulla
F. Siderometalúrgicas	Electromanufacturas Paz del Río	Apolo Sidelpa	Imusa I.M.P. Incorsa ¹	Cimetal ¹
G. Tabaco			Coltabaco	
H. Textiles		Celanese Coltejer Unica	Everfit Fabricato Primavera	Hil. del Fonce Tejicóndor
I. Varias	Cartón de Colombia			Artecto
II. Comercio				
		Cadenalco	D. Puyana	I. Aliadas I. Bogotá
III. Transportes y comunicaciones				
			Funicular Monserrate Telesférico Monserrate Avianca	
IV. Servicios				
A. Espectáculos públicos				Cine Colombia
B. Financieros				
1. Bancos	Santander	Bogotá	Comercial Antioqueño Occidente	Colombia Gran Colombiano
2. Inv. y Fin.	C. y A. Bol. C. Fcra. Nal. F. Gan. Ant.			
3. Seguros	Colombiana de Seguros			Suramericana

Fuente: Elaborado con base en el anexo estadístico presentado en este trabajo.

¹ Ha permanecido estable.

² No se incluye pese a que decrece porque el % F es alto.

aumento. Sin embargo, creemos que es más difícil cuando permanecen estacionarios o descienden, en cuyo caso también pueden hacerlo, pero liquidando tenencias de otros activos.

En lo que respecta al presente trabajo no hemos encontrado un método adecuado para verificar tal aseveración empírica y la hemos aceptado como un hecho cierto.

Hemos supuesto adicionalmente que el número de acciones sobre el cual cada fondo suscribiría las acciones a que tiene derecho, es el correspondiente a diciembre 31 del año anterior a la suscripción; esto basados en que las emisiones son decretadas normalmente en las asambleas de las sociedades que se llevan a cabo entre febrero y marzo generalmente.

En el anexo estadístico de este trabajo incluimos para cada sociedad y desde 1965 el número de acciones emitidas, el porcentaje que representa la emisión (%E) respecto al número de acciones a 31 de diciembre del año anterior, la cantidad y porcentaje de accio-

CUADRO 10.19 – PORCENTAJE DE EMISION REALIZADO POR LAS SOCIEDADES ANONIMAS
ENUMERADAS ENTRE EL 31 DE DICIEMBRE DE 1964 Y EL 31 DE DICIEMBRE DE 1970

Sector	0 – 24% (baja)	24 – 63% (media)	63% en adelante (alta)
I: Agricultura			Industria del Mangle
II. Manufacturas			
A. Alimentos	Noel Manuelita* Providencia		Nacional de chocolates Industria Harinera
B. Bebidas	Andino Postobón*	C. Unión	Bavaria
C. Cueros		Colcultidos	
D. Materiales de construcción	Argos Caldas* Caribe* Diamante* Nare* Samper* Lad. Moore* Tubos Moore	Valle	Eternit Colombiana Eternit Atlántico Eternit Pacífico Manufacturas Cementos
E. Productos de caucho	(Icollantas)*	(Croydon)	Grulla
F. Siderometalúrgicas	Paz del Río* I.M.P. Cimetal* Electromanufacturas Incorsa	Talleres Cent.	Apolo Simesa Sidelpa Imusa
G. Tabaco		Coltabaco	
H. Textiles	Alicachín Celanese Fatelares* Primavera*	Everfit Fabricato Pepalfa Tejicóndor Vicuña	Coltejer Hil. del Fonce Unica
I. Varias	Peldar* Cartón de Colombia* Muebles Arctecto Sulfácidos*		
III. Construcción			Viv. y Urbaniz.
IV. Electricidad, gas y agua			Acueducto de B/mga. Colgas
V. Comercio	Bolsa de Bogotá* Codi* Inv. Bogotá Inv. García P. Urb. David P.	Indega Inv. Aliadas Ospinas & Cía.	Cadenalco
VI. Transportes y comunicaciones			Avianca Funicular a Monserrate Teleférico a Monserrate

Continúa

CUADRO 10.19 – Continuación

Sector	0 – 24% (baja)	24 – 63% (media)	63% en adelante (alta)
VII. Servicios			
A. Esp. públicos		Cine Colombia	
B. Financieros			
1. Bancos			Bogotá Colombia Comercial Antioqueño Comercio Gran Colombiano Industrial Colombiano Santander Occidente República
2. Inv. y Financ.	Corp. Fra. Nal.		Capit. y Ah. Bolívar Fdo. Gan. de Caldas Corp. Fra. de Caldas Fdo. Gan. de Ant.
3. Seguros	Suramericana		Colseguros

Fuente: Anexo estadístico

*No emitió.

nes que suscribirían los fondos en conjunto basados en el supuesto expresado de que toman todo lo que les corresponde.

El número de acciones que suscribirían los fondos fue estimado aplicando el porcentaje de emisión de la sociedad, a las acciones en poder de los fondos, o sea el producto de ambas cifras. El porcentaje de la suscripción (%S) que los fondos toman fue estimado dividiendo el número de acciones que suscribirían los fondos por el total de acciones de la emisión. También se incluye en el anexo estadístico el período 1959–1964 (cuadro 10.19).

Continuando con la industria manufacturera trataremos de aplicar los criterios sintetizados en los cuadros 10.18 y 10.19 al subsector textil, como caso particular de análisis.

Las necesidades de financiación del sector textil en conjunto varían entre media y alta, dada la dimensión de las empresas incluidas en los dos últimos intervalos.

A su vez, la tenencia de acciones de los fondos de este subsector corresponde a una importancia entre media y alta, lo que permite concluir que dado el comportamiento de financiación del subsector textil, las tenencias de los fondos son una fuente que contribuye a la inversión dentro de este sector.

El subsector materiales de construcción puede subdividirse en cemento y otros materiales (eternit y otros). Respecto a los primeros, sus necesidades de financiación a través del mercado de valores son reducidas en conjunto o casi nulas para algunas sociedades particulares. Respecto a los segundos ocurre lo contrario. Pero analizando la tenencia de acciones de los fondos se observa un fenómeno inverso a las necesidades de financiación, esto es, los fondos poseen un número de acciones que corresponde a un porcentaje muy alto

del total de acciones en las sociedades anónimas de cementos y bajo en las sociedades anónimas de otros materiales de construcción.

De lo anterior se concluye que las inversiones de los fondos en materiales de construcción no tienen gran importancia para el proceso de inversión directa.

En el subsector alimentos, es necesario distinguir la industria azucarera de la restante industria alimenticia. La industria azucarera no se financia mediante emisiones de capital y la participación porcentual de los fondos en ella, va de baja a media. En la restante industria alimenticia hay gran coincidencia entre la alta financiación a base de emisiones y una alta tenencia de acciones por parte de los fondos.

En resumen, las inversiones de los fondos contribuyen apreciablemente a la financiación de la industria alimenticia no azucarera.

En el caso del sector tabaco (una sociedad), sus necesidades medias de financiación corresponden a una tenencia apreciable por parte de los fondos. Algo semejante respecto a la financiación ocurre con el sector cueros y derivados, sólo que la tenencia es alta.

La contribución que pueden hacer los fondos a la financiación de nueva inversión en el sector bebidas en conjunto no es apreciable, ya sea porque en las sociedades particulares una alta financiación no corresponde con la tenencia de los fondos, o porque tanto la financiación como la tenencia son medias.

El sector productos de caucho (una empresa), presenta una coincidencia entre una alta financiación y una alta participación de los fondos en las acciones.

Respecto al sector siderometalúrgico no se puede establecer un criterio de conjunto, pero para algunas de las sociedades cuya financiación es alta las inversiones de los fondos son también altas, lo que permite decir que los fondos contribuyen a financiar, al menos en parte, este sector.

Las sociedades incluidas en el sector varios tienen una financiación baja. De este modo, cualquiera que sea la tenencia de los fondos, su contribución a la inversión productiva en estas sociedades es casi nula.

En síntesis, hay dos sectores constituídos ambos por una sola empresa, cuya participación en la cartera de los fondos es reducida: cuero y caucho. La contribución a la inversión directa de este par de sectores es apreciable. Otro sector, conformado también por una sola empresa, y con una participación mayor que la de los anteriores dentro del total de cartera, es el sector tabaco. Este sector también presenta la posibilidad de que los fondos contribuyan a una inversión directa.

En los sectores materiales de construcción, bebidas y varios, cuyo conjunto de cartera es alto, la contribución que puedan hacer los fondos al proceso de nueva inversión es reducida.

Los sectores alimentos y siderometalúrgico ofrecen una contribución parcial a la inversión directa.

El sector donde la contribución posiblemente se refleja más, por la magnitud de la cartera, mayor financiación a base de emisiones y apreciable tenencia es el sector textil.

Pasamos a estudiar el sector servicios, que como ya anotamos, sigue en importancia al sector manufacturero. Hemos subdividido las inversiones de los fondos en servicios en: a) Espectáculos públicos y b) Servicios financieros. A su vez el subsector de servicios financieros se ha subdividido en: a) Bancos; b) Inversión y financiación; y, c) Seguros.

En el subsector espectáculos públicos, los fondos sólo invierten en una sociedad que representa poco dentro del total de la cartera de los fondos, pero cuya participación en el total de acciones de la sociedad es de gran magnitud, a lo que se añade una financiación media.

Contrario a lo que sucede con este subsector, el subsector de servicios financieros constituye una parte importante del total de la cartera que pasa del 6.73% en 1965 al 24% en 1970. Dentro de este porcentaje la mayor parte corresponde a servicios financieros bancarios (18.6% del total de cartera en 1970).

Al observar los cuadros 10.18 y 10.19 se encuentra que el sector financiero bancario tiene una alta financiación a base de emisiones de acciones, ya que todos los bancos están agrupados en el último intervalo (63% en adelante). Al mismo tiempo, las tenencias de acciones de la mayoría de los bancos por parte de los fondos exceden el 10% y aún el 20%, lo que hace que los fondos de inversión sean una fuente importante de financiamiento para los bancos.

En las compañías de seguros en las cuales invierten los fondos, se presenta el interesante hecho de que invierten mucho cuando la sociedad no emite y poco cuando la sociedad emite. Igual cosa sucede con las sociedades agrupadas dentro de inversión y financiación. En ambos casos, la contribución que realizan los fondos es muy reducida.

Como ya se dijo, el sector comercio ha mantenido un porcentaje de cartera relativamente bajo y estable, aunque ha crecido en términos absolutos. En este sector se nota que a medida que las sociedades requieren mayor financiación, los fondos tienen una inversión porcentual menor, de lo cual puede concluirse que la contribución de los fondos a la inversión directa en este sector no es muy apreciable. Las inversiones de los fondos dentro del sector transporte se han circunscrito en su mayor parte a una sociedad en particular. Respecto a las sociedades que conforman este sector, las emisiones de capital representan una proporción alta de su financiación. Paralelamente con esto, las inversiones de los fondos se pueden clasificar como apreciables, lo que permite concluir que en este sector los fondos prestan una gran contribución en las ampliaciones de capital.

A continuación pasamos del análisis de las acciones a un análisis breve de los valores y títulos de renta fija.

Los bonos oficiales en ningún momento han llegado a la suma de 30 millones. Los bonos privados siempre exceden a los oficiales y han llegado en ocasiones a constituir el 18% de la cartera (en 1966 y 1967). Sectorizando los bonos privados, se encuentra que sus movimientos son erráticos, ya que no hay ninguna tendencia que permita afirmar algo. Sin embargo, es importante notar que el total de la cartera del sector manufacturero aumenta cuando se tienen en cuenta los bonos de dicho sector (este aumento es considerable para algunos años). Para los bonos de los otros sectores se nota que en algunos años el porcentaje que representan de la cartera es superior al que representan las acciones para el mismo sector. Las cédulas del Banco Central Hipotecario no han tenido ningún porcentaje significativo. Un renglón que tuvo gran importancia en el pasado es el de varios, pero queremos señalar especialmente las letras y pagarés avalados, a lo cual aludimos anteriormente. En 1965 este renglón representó el 52.54% del total de la cartera, porcentaje que disminuye al 1.43% en 1970.

El renglón caja y bancos ha oscilado entre el 1.8% y el 9.6%. No es tradicional incluir este rubro por parte de los fondos como uno de los componentes de la cartera de inversiones. Sin embargo, el dinero no tiene como única destinación por parte de los fondos el cubrir los reintegros, sino que es un activo alternativo de inversión en los momentos en que existen expectativas a la baja en los precios de las acciones en bolsa. Esto se debe en parte a la estrechez de los valores de renta fija a corto plazo, que por su cuantía no sustituyen fácilmente las inversiones en acciones y a los requisitos legales que prohíben invertir en letras y pagarés avalados. La única alternativa de inversión a corto plazo y con gran liquidez es la inversión en cédulas del Banco Central Hipotecario.

Una vez que hemos terminado el análisis del crecimiento sectorial de los fondos y su participación dentro del proceso de inversión productiva, cabe preguntarse sobre las causas que han propiciado el amplio crecimiento de las carteras de los fondos.

La primera razón, desde el punto de vista de los inversionistas, es la naturaleza misma de los fondos de inversión, que a través de la diversificación, tal como se estudió en la primera parte de este trabajo, reducen el riesgo. Esto es de particular importancia para las personas que no tienen un conocimiento técnico, ni profesional, del funcionamiento de la bolsa de valores.

Una razón no menos importante es el incentivo tributario que concede la ley a los inversionistas que reinvierten los rendimientos dentro del mismo fondo. Esto es de particular importancia para los grandes inversionistas a quienes corresponde las tarifas más altas de impuestos. Sin embargo, el inversionista se enfrenta a un costo inicial de inversión por la cuota de ingreso, que en la mayoría de los casos asciende a una tarifa del 6% para inversiones menores de \$ 25.000.00 y que desciende hasta el 0.2% para inversiones que exceden de un millón de pesos.⁵⁸

Como puede verse, se trata de una tarifa apreciable para pequeños inversionistas. Así, si el fondo no obtiene un rendimiento neto, incluyendo valorización, para el pequeño inversionista, del 5.32 %, este terminará el primer año como inversionista en peor situación de la que comenzó, esto sin incluir la inflación. Todo esto se verá compensado positivamente si los fondos logran obtener un rendimiento que exceda todos estos costos.

Desde el punto de vista del inversionista, también, el rendimiento neto del fondo se ve afectado por los costos de operación que, según la información parcial de que disponemos, oscilan entre el 2 y el 3% de la inversión.

En ciertos períodos el rendimiento de los fondos ha compensado ampliamente todos estos costos y a esto se ha debido en gran parte el auge, tanto de los activos de los fondos, como del número de inversionistas. No obstante, es importante resaltar qué parte de este crecimiento se debe a que algunos inversionistas en acciones las entregan a los fondos a cambio de unidades. Al respecto no disponemos de información que nos permita cuantificar ese proceso. Un reciente factor negativo para el desarrollo de los fondos los constituyó las dificultades que atravesaron y atraviesan los Fondos Mutuos Internacionales (offshore Funds), que funcionan fuera de la legislación de los países en cuyas sociedades invierten.⁵⁹

Lo anterior en cuanto respecta al inversionista. Pero, cuáles son las razones por las cuales se crean sociedades administradoras? Estas pueden dividirse fundamentalmente en dos tipos de razones: económicas y de poder.

En relación a las razones de orden económico puede decirse que la constitución de una sociedad administradora es un negocio rentable a partir de cierto volumen de activos netos en adelante, en virtud de que la comisión por administración (2% de los activos

⁵⁸ La tabla de ingresos más corriente es:

Sobre los primeros	\$ 25.000	de inversión el	6.0%
Sobre los siguientes	25.000	de inversión el	5.5%
Sobre los siguientes	50.000	de inversión el	5.0%
Sobre los siguientes	150.000	de inversión el	3.6%
Sobre los siguientes	250.000	de inversión el	2.0%
Sobre los siguientes	500.000	de inversión el	0.5%
Excedentes de	1.000.000	de inversión el	0.2%

⁵⁹ Klopstock, Fred H. "Foreign Demand for United States Equities. The Role of Offshore Mutual Funds", *Monthly Review*, Federal Reserve Bank of New York, julio 1970. Este artículo contiene un excelente resumen y evaluación de esta clase de fondos de inversión.

netos) a que tienen derecho por ley, aumenta a medida que los activos son mayores. Pese a lo anterior, en los primeros años a veces sufren pérdidas debido a que la comisión recibida por administración no es suficiente para cubrir los costos de administración, relativamente altos para volúmenes reducidos de activos netos. En opinión de algunos administradores de fondos, las utilidades se presentan cuando los activos de un fondo particular están entre 60 y 100 millones de pesos.

Dentro de los ingresos de la sociedad administradora también se incluye la parte restante de la cuota de ingresos, después de cubrir la comisión del vendedor de unidades que recibe generalmente entre el 80 y el 90% de tal cuota.

La otra razón que impulsa el fomento de sociedades administradoras es el poder de control e influencia que se busca directa o indirectamente. Para explicar cómo se refleja tal poder es necesario hacer referencia a la vinculación que los fondos de inversión tienen con los grupos.

No es mera casualidad el que la mayoría de los fondos hayan sido creados por compañías de seguros. De una manera u otra, los fondos de inversión pertenecen a grupos dentro de los cuales hay vinculaciones muy estrechas con aseguradoras, capitalizadoras y bancos y no se puede dejar de desconocer que cuando se actúa dentro de un grupo no se descuidan los intereses del mismo.

Las inversiones que realizan las sociedades administradoras con los recursos que administran, pueden encauzarse en parte hacia las sociedades donde el grupo en conjunto tiene especial interés, consolidando así el poder del grupo. Otro aspecto del poder que se logra con el manejo de grandes inversiones en determinadas sociedades es la toma de puestos en las juntas directivas a través de las cuales se pueden servir los intereses de las sociedades afiliadas al grupo.

Otro fin que se busca con la participación en las juntas directivas es la adquisición de una información más directa sobre las sociedades, dada la escasa información que éstas suministran, la poca frecuencia y el retardo con que la ofrecen a los accionistas corrientes, como lo anotaremos a continuación, en lo que concierne a administración.

En lo que respecta a administración, lo primero que podemos atestiguar es la falta de un departamento de asesoría técnica de inversiones en la mayoría de los fondos. A esto se agrega que cuando existe, la información suministrada por las sociedades anónimas es poco frecuente, con procedimientos contables dudosos o equivocados y auditados por revisores fiscales que más parecen ser empleados de la sociedad. Pero éstos son problemas en los cuales no entraremos ya que corresponden a lo que debería ser una labor de la Superintendencia de Sociedades Anónimas.

Dentro de los criterios con que efectivamente se manejan las inversiones de los fondos tiene, entonces, gran importancia la evaluación subjetiva que pueden hacer los administradores y gerentes a base de la información corriente de bolsa y procedente de los miembros que ocupen puestos en las juntas directivas. La falta de información objetiva obliga más a los fondos a buscar información a través de las juntas directivas.

De todas maneras, cualquiera que sea la decisión de inversión hay varios hechos que limitan la flexibilidad respecto al cambio de inversiones a corto plazo.

El primero que puede anotarse es la estrechez del mercado de valores, hecho analizado ampliamente atrás, lo segundo, son los costos de comisiones por operaciones en bolsa, que para cambios frecuentes de cartera representan una buena proporción de los rendimientos. Otra razón importante para ciertos valores es el interés de mantenerlos en cartera, por el control que ellos representan.

Hay un aspecto relacionado con la administración en el que queremos hacer especial énfasis y se refiere a la publicidad que hacen los fondos con el fin de atraer nuevos inver-

sionistas. No es de ética financiera publicar resultados que cubren períodos pequeños y durante los cuales ha habido rendimientos anormales, porque así como se atraen inversionistas en situaciones favorables, se sienten defraudados cuando los rendimientos no corresponden a lo anunciado. Con relación a este tipo de información la superintendencia bancaria debe tomar también vigilancia.

En cuanto se refiere a la información que los fondos rinden trimestralmente, ésta debería ser suministrada a los tenedores dentro de las dos semanas siguientes al término del trimestre y no con los retardos que ocurren frecuentemente.

Al iniciar este trabajo fue una de nuestras intenciones evaluar la participación que tienen los fondos dentro del movimiento de la bolsa y al efecto hicimos intentos tentativos utilizando diferentes metodologías, pero con resultados negativos. Lo que podemos aportar al respecto se debe a informaciones de las bolsas y de los fondos, de cuyos estimativos se infiere que el movimiento de los fondos corresponde a un porcentaje entre el 20 y el 30% del total en bolsa.

Más difícil aún resulta evaluar si los fondos son estabilizadores o desestabilizadores del mercado de valores, pues esto depende de las demandas por nuevas unidades de inversión y solicitudes de reintegro. Sin embargo, anotaremos varias cosas al respecto. En la mayoría de las opiniones expresadas por los fondos, éstos prefieren que sus tenedores de unidades sean pequeños tenedores, ya que le da mayor estabilidad a los activos del fondo.

A pesar de la contribución que han hecho los fondos a la popularización de la tenencia de unidades, el porcentaje que mantienen los grandes inversionistas del total de unidades es muy apreciable. Se da el caso de que menos del 5% de inversionistas posean más del 50% de las unidades, lo que evidentemente lleva a concluir que en determinadas circunstancias la solicitud de reintegro ponga en serias dificultades a un fondo o fondos y ocasione fuertes bajas en la bolsa de valores. En prevención de esto, los fondos han estatuido una cláusula que los protege en parte de estas situaciones y consiste en hacer reintegros en valores diversificados.

Mucho se ha especulado sobre si los fondos pueden hacer subir artificialmente los precios de la bolsa de valores y es común la creencia de que pueden hacerlo para el conjunto de éstos. Esto requiere una explicación.

Los fondos invierten lo que reciben de los inversionistas y en este sentido, mientras más atractivas sean las unidades de inversión, mayores inversiones en valores podrán realizar los fondos. En relación a esto, es cierto que los fondos a través de la demanda de valores puedan hacer subir las cotizaciones; lo que no es corriente es que la demanda por valores se extienda a todos ellos y más bien tiende a concentrarse en algunos, como ya tuvimos oportunidad de anotar en el cuadro 10.17. A la vez, aunque los activos netos de los fondos no se incrementen, debido a cambios de composición de cartera, puede suceder que la cotización de ciertos valores desciendan y simultáneamente suban los precios de los valores demandados.

Introducimos como punto final una breve referencia a la incidencia de los fondos de inversión sobre la política monetaria.

La influencia que pudieran tener los fondos con la política monetaria está íntimamente ligada con el grado de sustituibilidad entre el dinero y las unidades de inversión ya que la política monetaria se puede ver afectada por aquellos activos que son sustitutos cercanos del dinero y resulta difícil ver alguna sustituibilidad entre estos dos activos.

En cambio, la incidencia de la política monetaria sobre los fondos es más marcada. En la medida en que la política monetaria afecte el mercado bancario o el mercado extrabancario, los rendimientos de ambos mercados pueden alterarse y dar como resultado las trans-

ferencias por parte del público de una forma de activo a otra. Ejemplo de esto son las expectativas del rendimiento de los fondos frente al rendimiento que se obtiene en el mercado extrabancario.

Creemos conveniente y así lo hemos introducido en las conclusiones, el que algunos recursos del mercado extrabancario pudieran ser canalizados hacia el sector manufacturero, mediante la autorización a los fondos para que puedan mantener un porcentaje de su cartera en forma de pagarés y letras avaladas.

VI. Resumen.

Los fondos de inversión como integrantes de los intermediarios financieros, son instituciones que influyen en el proceso de ahorro e inversión. Desde el punto de vista del ahorro, ofrecen a las unidades ahorradoras un activo que, a través de la diversificación de valores que representa, disminuye el riesgo de la inversión. Desde el punto de vista de la inversión hecha con los recursos que reciben los fondos, ésta puede ser estrictamente financiera o de contribución real al proceso de las sociedades (anónimas).

Para que esto último se cumpla, es necesario que las inversiones de los fondos correspondan a toma de valores que significan ampliación de capital de las sociedades en las que invierten, sea en forma de nuevas emisiones de acciones o bonos.

Al realizar un estudio de la forma de financiación de las sociedades anónimas nacionales se encuentra que la financiación externa es una proporción muy apreciable de la financiación total. En conjunto, para las sociedades anónimas colombianas, la proporción fluctúa alrededor del 70-75%, lo cual crea un ambiente favorable para los intermediarios financieros monetarios y no monetarios. Al examinar qué proporción de la financiación externa corresponde a ampliación de capital, a través de emisiones de acciones, se encuentra que para el conjunto de las sociedades anónimas estudiadas es de cerca del 30%. Sin embargo, sectorialmente hay amplias variaciones que van del 13% en el sector transporte y comunicaciones al 60% en el sector electricidad, gas y agua.

A pesar de que el sector manufacturero está en un rango intermedio entre los anteriores, el volumen de la financiación a través de emisiones de capital es cerca del 57% del total de aportes de capital de las sociedades anónimas en el período 1962-1966.

Esto es un índice de la importancia que tienen para el sector manufacturero, tanto los inversionistas particulares como institucionales. El mismo fenómeno se presenta para el sector de servicios financieros, en especial el sector bancario.

Como resultado de la situación anterior, cabría esperar que gran número de sociedades anónimas vinculadas a éstos y otros sectores acudieran al mercado de valores para financiarse.

Sin embargo, cuando se estudia la realidad de la bolsa de valores, se encuentra que hay un número relativamente reducido de empresas inscritas en la bolsa y aún un menor número cuyo movimiento sea significativo.

Adicionalmente, al observar la política de financiación de estas empresas inscritas en bolsa, se encuentra que hay sectores en donde la financiación a base de ampliaciones de capital es reducida, a lo cual corresponde en forma contraria un volumen de inversión apreciable por parte de los fondos en esas sociedades.

Este hecho hace que sea necesario un estudio riguroso cuya base sean las mismas empresas que constituyen los sectores. Realizado este estudio, concluimos que los sectores más favorecidos por la inversión de los fondos (en cuanto contribuyen a financiaciones de nuevo capital) son ciertos subsectores del sector manufacturero y los servicios financieros bancarios dentro del sector financiero.

VII. Anexo.

1. *Notas.*

Explicación de las columnas de los cuadros 10.20 a 10.29:

- Columna (A) Figuran las sociedades agrupadas por sectores: I. Agricultura, silvicultura, caza y pesca; II. Minería; III. Industria manufacturera; IV. Construcción; V. Electricidad, gas y agua; VI. Comercio; VII. Transportes y comunicaciones; VIII. Servicios. Esta clasificación corresponde a la agrupación hecha por la Superintendencia de Sociedades Anónimas.
- Columna (B) Total de acciones de cada sociedad en poder de los fondos. La cantidad entre paréntesis es el número de fondos que invierte en esa sociedad.
- Columna (C) Porcentaje que representan las acciones en poder de los fondos respecto al total de acciones pagadas, éstas últimas de acuerdo a la publicación "El mercado bursátil", publicado por la Bolsa de Bogotá en diciembre del año respectivo (o mes correspondiente cuando no es a diciembre).
%F: % Fondos.
- Columna (D) Valuación de acuerdo a datos suministrados por los fondos del total de acciones en su poder.
- Columna (E) Porcentaje de la cartera total de los fondos invertida en la respectiva sociedad (o grupo correspondiente). %C: %Cartera.
- Columna (F) Acciones emitidas por la sociedad en el año de acuerdo con los datos de "El mercado bursátil" (Bolsa de Bogotá). Corresponde a la diferencia del total de acciones pagadas entre diciembre de un año y diciembre del año anterior.
- Columna (G) Porcentaje que representa la emisión de acciones realizada durante el año respecto al número de acciones en diciembre del año anterior.
%E: %Emisión.
- Columna (H) Número de acciones de la emisión de acciones que suscribirían los fondos de acuerdo al número de acciones en poder de éstos a diciembre del año anterior. Es igual al producto del número de acciones en poder de los fondos por el porcentaje de emisión.
- Columna (I) Corresponde al porcentaje de la emisión total que suscribirían los fondos de acuerdo a la hipótesis de que suscriben las acciones que les corresponden. %S: %Suscripción.

Nota: En los espacios en blanco no hay inversión de los fondos o emisión de la sociedad, según la columna.

- (1) Aparece información por primera vez en este año.
- (2) No aparece en la fuente.
- (3) No aparece en una de las dos fechas.
- (*) No incluyen el período completo.

Cuando las sociedades han dividido sus acciones, el número de acciones emitidas se ha calculado con base en diciembre 31 de 1970.

- (a) Para que la base de comparación sea la misma, las acciones emitidas hacia atrás deben duplicarse debido a que el valor nominal se redujo a la mitad.
- (b) Deben dividirse por cinco éstas y las anteriores.

NA: No aplicable el criterio por no tener los fondos inversiones a diciembre del año anterior.

ND: Dato no disponible.

Fuente: Elaborado con base en los informes trimestrales de los fondos e informes de la Bolsa de Bogotá al Banco de la República.

2. Metodología empleada en este trabajo.

Para la realización del presente trabajo obtuvimos de los fondos de inversión directamente las carteras trimestrales, las que en ocasiones tuvimos que complementar con datos de la Superintendencia Bancaria. Para complementar la información enviamos a cada fondo un cuestionario que se inserta a continuación. Sobre los temas incluidos en este cuestionario también sostuvimos entrevistas con administradores y gerentes de la mayor parte de los fondos.

En lo referente a las sociedades anónimas, también obtuvimos alguna información aún no publicada en la Superintendencia de Sociedades Anónimas, para el año de 1968. Desafortunadamente la información de 1967 no pudo ser obtenida oportunamente.

3. Cuestionario enviado a los fondos.

I. Aspectos históricos:

- A. Objetivos y orígenes del fondo.
Institución(es) o persona(s) que los crearon.
Fecha de fundación.
Capital de la sociedad administradora de inversiones.
- B. Qué tipo de fondo se propuso crear (rendimiento o valorización)
A través del tiempo, a cuál tipo cree que pertenece hoy el fondo?

II. A. Generales (para todos los fondos).

- 1. Ventajas de los fondos de inversión.
 - a) Para el desarrollo económico. Explicar cuáles son las razones por las cuales lo fondos promueven el desarrollo.
 - b) Implicaciones para la política monetaria, si cree que la hay.
- 2. Contribución de los fondos a la popularización de la inversión.
Cree que han contribuido a traer una mayor diseminación en la tenencia de activos financieros (o son los tenedores de unidades los mismos que simultánea o previamente poseían acciones o bonos?).
- 3. Para qué clases de inversionistas se justifica un fondo de inversión?
- 4. Los reveses en los fondos internacionales afectan los fondos nacionales?
- 5.Cuál es su opinión sobre la legislación actual y que modificaciones sugeriría?

B. Particulares (para un fondo específico).

- 1. Considera que el fondo es o no estabilizador de la bolsa de valores?
- 2. Qué porcentaje de los derechos de suscripción de acciones son tomados por el fondo?

3. Cuando el fondo tiene representación en las juntas directivas de alguna empresa, qué política se sigue con respecto a distribución de dividendos?
4. Qué opinión le merece la información suministrada por las empresas? Si la considera deficiente, cree conveniente o no el que los miembros de la junta directiva que pertenecen al fondo tengan información a la que no tengan acceso los demás accionistas?
5. Qué factores se tienen en cuenta para invertir en determinada empresa?
6. Cree conveniente el que las empresas ofrezcan informes trimestrales a todo el público?
7. Qué tipo de activos financieros considera que protegen contra la desvalorización?
- 8.Cuál es la tarifa de ingreso al fondo?

Estaríamos altamente agradecidos si junto con este cuestionario se adjuntara la siguiente información:

- El mayor número de balances posibles (copias o fotocopias).
- Algunos informes históricos sobre costos de administración.
- La distribución para algunos años del número de unidades en relación al número de inversionistas.

Ojalá se discriminara lo siguiente:

- Número de inversionistas de uno (1) a cien (100) unidades.
- Número de inversionistas de cien (100) a quinientos (500)
- Número de inversionistas de quinientos (500) a cinco mil (5.000)
- Número de inversionistas de cinco mil (5.000) en adelante.
- Reglamento del fondo.
- Estatutos de la sociedad administradora de inversión.

CUADRO 10.20 — AÑO 1970

Sector y grupo de sociedades (A)	No. acciones en poder fondos (B)	%F (C)	Valuación (D)	%C (E)	No. acciones emitidas (F)	%E (G)	No. acciones suscritas fondos (H)	%S (I)
I. Agricultura, silvicultura			192.000	0.013				
A. Industria del Mangle	120.000 (1)	1.9	192.000	0.013				
B. Palmeras de Occidente								
C. Palmeras del Pacífico								
II. Minería								
1. Regalías Petrolíferas Consolidadas								
III. Industria manufacturera			802.509.868	57.66				
A. Alimentos			69.802.510	5.0				
1. Compañía Nacional de Chocolates	1.330.741 (9)	23.9	32.736.623	2.35	506.000	10.0	78.015	15.41
2. Gravetal								
3. Industrias Alimenticias Noel	118.507 (2)	6.76	1.919.813	0.14	165.488	10.6	1.380	0.83
4. Industria Harinera	619.393 (5)	25.73	13.311.099	0.96	138.937	6.13	29.267	21.07
5. Ingenio Manuella	1.021.516 (5)	7.3	18.898.046	1.36				
6. Ingenio Providencia	22.013 (1)	2.16	1.210.715	0.09				
7. Molinera Herrán								
8. Proleche	72.530 (1)	ND	1.726.214	0.12	ND			
B. Bebidas			57.088.016	4.10				
1. Bavaria	7.737.214 (10)	3.4	42.643.576	3.06				
2. Cervecería Andina	24.894 (4)	0.33	373.410	0.03				
3. Cervecería Unión	721.088 (6)	7.55	14.026.980	1.00	540.000	6.0	29.676	5.5
4. Gaseosas Postobón	635 (1)	0.036	44.450	0.003				
C. Cueros y derivados			32.950.479	2.37				
1. Colcurtidos	1.013.861 (8)	33.8	32.950.479	2.37				
2. La Corona								
D. Materiales construcción			201.990.177	14.5				
1. Cementos Argos	1.627.223 (9)	26.2	81.361.150	5.85				
2. Cementos Caldas	1.520 (1)	0.076	31.920	0.002				
3. Cementos Caribe	542.802 (9)	10.62	28.331.686	2.03				
4. Cementos Diamante	79.971 (4)	2.5	1.472.069	0.10				
5. Cementos Samper	130.379 (2)	4.91	10.951.836	0.89				
6. Cementos Valle	983.314 (8)	13.53	36.364.994	2.61	31.070	0.43	3.310	10.66
7. Eternit Atlántico	2.156 (2)	0.12	88.396	0.006	343.703	25.0	5.680	1.65
8. Eternit Colombiana	800.135 (7)	4.96	37.606.345	2.70				
9. Eternit Pacífico	4.325 (3)	1.0	401.311	0.03	239.178	20.0	1.955	0.82
10. Manufacturas de Cemento	59.043 (2)	9.83	897.453	0.06	115			
11. Tubos Moore	137.942 (2)	23.8	4.483.017	0.32				
E. Productos de caucho			11.777.442	0.84				
1. Caucho								
2. Caucho Grulla	672.843 (6)	21.0	11.777.442	0.84				
3. Icoliantas								
F. Siderometal			45.590.018	3.27				
1. Apolo	203.716 (4)	6.3	3.238.906	0.23	820.930	33.8	39.919	4.74
2. Cimetal	180.000 (2)	30.0	2.376.000	0.2				
3. Electromanufacturas	14.910 (1)	2.90	301.927	0.02	16.651	3.33	401	2.41
4. Futec	224.057 (2)	ND	3.808.969	0.3	ND			
5. Imusa	304.819 (5)	13.36	3.443.846	0.25				
6. I.M.P.	885.159 (8)	18.06	16.674.529	1.2	700.000	16.66	29.681	4.24
7. Incolma								
8. Incorsa	83.000 (1)	10.82	456.500	0.03				
9. Natromoldes								
10. Paz del Río	1.650.670 (8)	2.75	6.885.458	0.5				
11. Sidelpa	344.438 (4)	6.9	8.297.129	0.6	795.921	18.97	19.592	2.46
12. Simesa	14.078 (2)	0.075	106.916	0.007	13.688	0.07	5	0.04
13. Talleres Centrales								
G. Tabaco			79.342.482	5.70				
1. Coltabaco	3.102.237 (10)	13.5	79.342.482	5.70	2.462.372	12.0	259.847	10.55
H. Textiles y confecciones			263.639.137	18.94				
1. Alicachín	2.934 (1)	0.42	23.472	0.001	ND			
2. Celanese	476.734 (9)	6.26	9.725.373	0.7				
3. Coltejer	5.018.381 (10)	7.67	106.389.677	7.64	5.423.161	9.04	302.520	5.58
4. Everfit	713.050 (4)	10.72	17.826.250	1.3				
5. Fabricato	3.629.203 (10)	13.0	78.220.046	5.62	2.721.645	10.82	228.635	8.40
6. Fatelares	41.373 (1)	ND	848.146	0.06				
7. Hilanderías Fonce	132.347 (3)	22.8	3.573.369	0.25	225.084	63.25	41.531	18.45
8. Pepalfa								
9. Primavera	164.780 (1)	19.0	2.059.750	0.15				
10. Tejicóndor	1.353.363 (10)	22.8	37.756.510	2.71	17.406			
11. Unica	844.850 (7)	9.57	6.251.890	0.45	83.935	0.96	6.342	7.56
12. Vanidad	10.000 (1)	ND	100.000	0.007	ND			
13. Vicuña	144.109 (6)	2.80	864.654	0.06	647.734	14.47	16.503	2.55
I. Varias			40.329.607	2.90				
1. Cartón de Colombia	629.905 (8)	4.95	21.963.733	1.60				
2. Colmotores								
3. Electroquímica								
4. Industrias Estra	19.648 (1)	ND	491.200	0.03	ND			
5. Muebles Artecto	289.556 (2)	69.5	15.636.024	1.12				
6. Peldar	89.419 (3)	0.78	1.788.380	0.13				
7. Sintéticos								
8. Sulfácidos								
9. Varios			450.270	0.03				

CUADRO 10.20 (continuación) – AÑO 1970

Sector y grupo de sociedades (A)	No. acciones en poder fondos (B)	%F (C)	Valuación (D)	%C (E)	No. acciones emitidas (F)	%E (G)	No. acciones suscritas fondos (H)	%S (I)
IV. Construcción			2.425.340	0.17				
1. Industrial de Viviendas	70.000 (1)	ND	175.001	ND				
2. Viviendas y Urbanización	1.607.386 (2)	20.0	2.250.340	0.16	5.500.000	2.20	3.558.249	64.70
V. Electricidad, gas, agua			1.069.733	0.07				
1. Acueducto Bucaramanga	13.964 (1)	1.16	202.478	0.01	92.337	8.57	1.019	1.10
2. Colgas	51.015 (3)	7.30	867.255	0.06				
3. Gas Natural								
VI. Comercio			57.121.741	4.10				
1. A. Pamp y Cia.								
2. Antioqueña de Inversiones								
3. Bolsa de Bogotá	84 (1)	0.052	1.596	0.0001				
4. Cadenalco	1.711.648 (3)	6.71	21.566.764	1.55				
5. Casa Toro	8.000 (1)	ND	960.000	0.07	ND			
6. Codi	18.081 (1)	0.25	244.093	0.02				
7. Indega								
8. Inversiones Aliadas	897.614 (6)	20.77	15.887.724	1.14	396.714	20.2	64.062	16.15
9. Inversiones Bogotá	1.030.390 (3)	31.22	9.170.475	0.66				
10. Inversiones García Caro	2.988 (1)	0.14	14.490	0.001				
11. Inversiones Medellín								
12. Ospina y Cia.	275.929 (3)	6.10	3.366.334	0.24	890.047	24.51	55.309	6.21
13. Urbanizadora David Puyana	73.765 (3)	17.8	2.582.125	0.18	35.489	9.36	7.226	20.36
14. Urbanizadora Nacional	214.719 (1)	ND	3.328.544	0.23				
VII. Transportes y comunicaciones			47.570.346	3.41				
1. Avianca	9.446.458 (9)	15.0	42.036.738	3.02				
2. Funicular a Monserrate	139.153 (2)	11.6	1.774.200	0.12				
3. Teleférico Monserrate	939.852 (4)	13.0	3.759.408	0.27	3.598.101	100.01	903.937	25.12
4. Oleoducto del Pacífico								
VIII. Servicios			360.304.914	25.9				
A. Espectáculos públicos			26.257.833	1.9				
1. Cine Colombia	1.119.461 (8)	25.0	26.257.833	1.9	770.952	20.7	187.395	24.31
B. Servicios financieros			334.047.081	24.0				
1. Bancos			258.426.357	18.6				
a) Andes								
b) Bogotá	2.916.772 (9)	7.13	44.136.933	3.17	1.885.988	4.83	68.537	3.63
c) Colombia	8.578.801 (9)	22.0	92.648.796	6.65	3.358.978	19.4	508.659	15.14
d) Comercial Antioqueño	1.601.747 (9)	10.85	53.321.525	3.8	2.101.163	16.6	134.027	6.38
e) Del Comercio	113.144 (5)	0.37	792.008	0.05				
f) Gran Colombiano	1.999.886 (3)	25.0	16.399.065	1.17	1.062.385	15.3	281.820	26.53
g) Industrial Colombiano	2.155.608 (9)	22.4	41.793.197	3.00	2.382.513	32.8	386.730	16.23
h) Occidente	774.593 (2)	17.9	8.907.762	0.64	720.000	20.0	18.969	2.63
i) República	50 (1)	0.003	9.125	0.0007				
j) Santander	36.401 (2)	1.37	417.946	0.03	655.317	32.8	5.477	0.84
2. Inversiones y financiación			15.387.055	1.10				
a) Capitalización y Ahorros Bolívar	33.986 (2)	2.4	3.806.432	0.27	303.131	27.28	5.108	1.69
b) Corporación Financiera de Caldas	5.719 (1)	0.6	779.900	0.056	47.435	5.6	408	0.86
c) Corporación Financiera Gran Colombia	388.347 (2)	ND	7.766.940	0.55	ND			
d) Corporación Financiera Nacional	132.156 (2)	1.33	1.850.184	0.13	192.017	2.0	1.457	0.76
e) Fondo Ganadero de Antioquia	58.626 (3)	1.05	1.113.894	0.08	510.809	10.1	2.515	0.49
f) Fondo Ganadero de Caldas	861 (2)	0.06	8.903	0.0006				
g) Fondo Ganadero del Valle	8.326 (1)	0.41	61.612	0.004	ND			
h) Corporación Financiera Central								
3. Seguros			60.233.669	4.32				
a) Atlas de Seguros								
b) Colombiana de Seguros	536.986 (10)	2.7	18.184.543	1.3	1.144.636	6.0	17.908	1.56
c) Nacional de Seguros								
d) Seguros Bolívar								
e) Suramericana de Seguros	1.114.674 (8)	23.22	42.049.126	3.02				
Derechos			1.333.601	0.095				
Total en acciones			1.272.527.543	91.44				
Renta fija								
I. Bonos			66.278.325	4.76				
A. Oficiales			29.327.920	2.10				
B. Privados			36.950.405	2.6				
1. Sector manufacturero			8.087.364	0.58				
2. Construcción			7.447.077	0.53				
3. Comercio			13.081.864	0.94				
4. Servicios			8.334.100	0.59				
II. Cédulas Banco Central Hipotecario			7.666.470	0.55				
III. Varios (CAT, crédito hipotecario, avales, pagarés y otros).			20.011.654	1.43				
Total renta fija			93.956.449	6.75				
Total de inversiones mobiliarias			1.366.513.992	98.19				
Caja y bancos			25.103.181	1.8				
Total de cartera			1.391.617.173	100.0				

Nota: El Fondo Colombia se consolidó a enero de 1970 ya que rindió informe a esa fecha.

CUADRO 10.21 (continuación) – AÑO 1969

Sector y grupo de sociedades (A)	No. acciones en poder fondos (B)	%F (C)	Valuación (D)	%C (E)	No. acciones emitidas (F)	%E (G)	No. acciones suscritas fondos (H)	%S (I)
IV. Construcción			1.792.386	0.16				
1. Industrial de Viviendas	70.000 (1)	ND	175.000	0.015	ND			
2. Viviendas y Urbanización	1.617.386 (2)	64.7	1.617.386	0.14	(1)			
V. Electricidad, gas, agua			1.224.058	0.11				
1. Acueducto Bucaramanga	12.185 (1)	1.1	176.682	0.016	117.078	11.87	1.356	1.16
2. Colgas	54.215 (2)	7.74	1.047.376	0.095				
3. Gas Natural								
VI. Comercio			41.834.196	3.82				
1. A. Pamp y Cia.								
2. Antioqueña de Inversiones								
3. Bolsa de Bogotá	84 (1)	0.05	1.596	0.0001				
4. Cadenalco	1.606.171 (2)	6.3	14.776.763	1.34				
5. Casa Toro								
6. Codi	15.120 (2)	0.21	181.710	0.016				
7. Indega								
8. Inversiones Aliadas	317.139 (5)	16.2	10.544.870	0.96	(a)171.819	9.6	18.278	10.64
9. Inversiones Bogotá	1.045.084 (4)	31.7	9.405.746	0.85				
10. Inversiones García Caro	2.898 (1)	0.14	14.490	0.0013				
11. Inversiones Medellín								
12. Ospina y Cia.	225.659 (3)	6.22	3.175.432	0.29	(1)			
13. Urbanizadora David Puyana	77.209 (3)	20.4	3.397.196	0.31				
14. Urbanizadora Nacional	165.168 (1)	ND	336.393	0.03				
VII. Transportes y comunicaciones			48.449.606	4.42				
1. Avianca	8.086.025 (8)	12.8	45.355.283	4.14	32.419.864	106.0	4.975.897	15.35
2. Funicular a Monserrate	076.355 (2)	6.36	729.189	0.007				
3. Telesférico Monserrate	903.937 (3)	25.1	2.365.134	0.21	1.800.000	100.0		
4. Oleoducto del Pacífico								
VIII. Servicios			210.939.846	19.3				
A. Espectáculos públicos			22.302.645	2.03				
1. Cine Colombia	905.293 (7)	24.3	22.302.645	2.03	120.044	3.33	16.255	13.54
B. Servicios financieros			180.562.867	16.5				
1. Bancos			138.092.133	12.6				
a) Andes								
b) Bogotá	1.418.995 (8)	3.64	20.652.570	1.88	5.163.982	15.26	339.544	6.58
c) Colombia	5.411.275 (7)	15.2	52.760.979	4.82	5.861.139	19.70	854.418	14.53
d) Comercial Antioqueño	807.396 (8)	6.38	28.186.188	2.57	1.531.250	25.0	133.499	5.27
e) Del Comercio	105.933 (5)	0.35	728.231	0.066				
f) Gran Colombiano	1.841.967 (2)	26.5	13.814.755	1.26	2.525.591	57.24	843.041	33.38
g) Industrial Colombiano	1.179.057 (4)	16.3	20.797.603	1.90	2.753.693	61.22	602.843	21.89
h) Occidente	94.849 (1)	2.63	967.459	0.088	(1)			
i) República	50 (1)	0.003	9.000	0.0008	413.730	36.77	18	0.1
j) Santander	16.700 (1)	0.83	175.350	0.016	(1)			
2. Inversiones y financiación			8.074.334	0.74				
a) Capitalización y Ahorros Bolívar	18.725 (2)	1.69	1.816.325	0.16	101.000	10.0	NA	
b) Corporación Financiera de Caldas	7.289 (1)	0.86	728.900	0.066	151.071	21.76	1.482	0.98
c) Corporación Financiera Gran Colombia	327.820 (2)	ND	3.933.840	0.35	ND			
d) Corporación Financiera Nacional	72.897 (1)	0.75	947.661	0.086	(1)			
e) Fondo Ganadero de Antioquia	24.908 (3)	0.49	647.608	0.059	573.511	12.83	NA	
f) Fondo Ganadero de Caldas								
g) Fondo Ganadero del Valle								
h) Corporación Financiera Central								
3. Seguros			34.396.400	3.14				
a) Atlas de Seguros								
b) Colombiana de Seguros	298.467 (8)	1.58	11.181.019	1.02	2.818.127	17.59	19.589	0.7
c) Nacional de Seguros								
d) Seguros Bolívar								
e) Suramericana de Seguros	596.011 (4)	12.4	23.215.380	2.12				
Derechos			2.024.743	0.18				
Total en acciones			889.859.258	81.3				
Renta fija								
I. Bonos			111.965.390	10.2				
A. Oficiales			14.972.254	1.36				
B. Privados			96.993.136	8.86				
1. Sector manufacturero			61.420.354	5.61				
2. Construcción			11.424.107	1.04				
3. Comercio			18.206.875	1.66				
4. Servicios			5.945.800	0.54				
II. Cédulas Banco Central Hipotecario			15.906.388	1.45				
III. Varios (CAT, crédito hipotecario, avales, pagarés y otros)			14.025.767	1.28				
Total renta fija			141.897.545	13.00				
Total de inversiones mobiliarias			1.031.756.803	94.26				
Caja y bancos			62.829.000	5.74				
Total de cartera			1.094.585.803	100.0				

Nota: El Fondo Colombia se consolidó a enero de 1970 ya que rindió informe a esa fecha.

CUADRO 10.22 (continuación) — AÑO 1968

Sector y grupo de sociedades (A)	No. acciones en poder fondos (B)	%F (C)	Valuación (D)	%C (E)	No. acciones emitidas (F)	%E (G)	No. acciones suscritas fondos (H)	%S (I)
IV. Construcción			175.000	0.03				
1. Industrial de viviendas	70.000 (1)	ND	175.000	0.03	ND			
2. Viviendas y Urbanización								
V. Electricidad, gas, agua			287.929	0.05				
1. Acueducto Bucaramanga	11.424 (1)	1.16	165.648	0.03	171.864	21.11	21.110	12.28
2. Colgas	8.371 (2)	1.20	122.281	0.02	187.408	36.05	1.856	0.99
3. Gas Natural								
VI. Comercio			20.343.771	3.90				
1. A. Pamp y Cía.								
2. Antioqueña de Inversiones	2.628 (1)	ND	2.628	0.0005	ND			
3. Bolsa de Bogotá	84 (1)	0.05	1.596	0.0003				
4. Cadenalco	215.686 (1)	0.85	970.587	0.18	8.881.333	53.44	NA	
5. Casatoro								
6. Codi	179.549 (2)	2.56	1.418.437	0.27				
7. Indega	34.162 (1)	6.58	1.024.860	0.19				
8. Inversiones Aliadas	190.405 (3)	10.64	4.820.247	0.92				
9. Inversiones Bogotá	697.677 (4)	21.14	6.780.254	1.30				
10. Inversiones García Caro	68.898 (2)	3.31	344.490	0.06	30.000	1.46		
11. Inversiones Medellín	2.628 (1)	ND	2.628	0.0005	ND			
12. Ospina y Cía.								
13. Urbanizadora David Puyana	59.000 (2)	15.57	2.596.000	0.5				
14. Urbanizadora Nacional	170.146 (1)	ND	2.382.044	0.45				
VII. Transportes y comunicaciones			23.437.947	4.49				
1. Avianca	4.694.243 (5)	15.35	23.267.947	4.46	9.839.576	47.44	611.708	6.22
2. Funicular a Monserrate	20.000 (1)	1.67	170.000	0.03	300.000	30.0	NA	
3. Telesférico Monserrate								
4. Oleoducto del Pacífico								
VIII. Servicios			128.337.747	24.6				
A. Espectáculos públicos			7.921.054	1.51				
1. Cine Colombia	488.154 (1)	13.56	7.921.054	1.51	291.415	8.8	35.699	12.25
B. Servicios financieros			120.416.963	23.1				
1. Bancos			109.384.530	21.0				
a) Andes								
b) Bogotá	2.225.065 (5)	6.57	28.834.136	5.52	11.718.103	53.0	453.057	3.87
c) Colombia	4.337.148 (3)	14.58	39.468.046	7.56	4.094.983	16.00	159.987	3.91
d) Comercial Antioqueño	533.998 (5)	5.27	16.286.939	3.12	1.389.865	15.91	41.147	2.96
e) Del Comercio	60.329 (2)	0.2	380.121	0.07	10.500.000	53.84	35.446	0.34
f) Grancolombiano	1.472.818 (2)	33.38	8.836.908	1.69	204.318	4.85	35.531	17.39
g) Industrial Colombiano	984.716 (5)	21.89	15.569.377	2.98				
h) Occidente								
i) República	50 (1)	0.01	9.000	0.001				
j) Santander								
2. Inversiones y financiación			3.454.800	0.66				
a) Capitalización y Ahorros Bolívar								
b) Corporación Financiera de Caldas	6.813 (1)	0.98	681.300	0.13	50.815	7.9	503	0.99
c) Corporación Financiera Central								
d) Corporación Financiera Gran Colombia	277.350 (2)	ND	2.773.500	0.53	ND			
e) Corporación Financiera Nacional								
f) Fondo Ganadero de Antioquia								
g) Fondo Ganadero de Caldas								
h) Fondo Ganadero del Valle								
3. Seguros			7.577.633	1.45				
a) Atlas de Seguros								
b) Colombiana de Seguros	111.369 (4)	0.69	2.273.891	0.43	1.586.709	10.99	40.576	2.56
c) Nacional de Seguros								
d) Seguros Bolívar								
e) Suramericana de Seguros	303.071 (3)	6.31	5.303.742	1.02				
Derechos			57.600	0.01				
Total en acciones			373.174.690	71.5				
Renta fija								
I. Bonos			100.562.813	19.3				
A. Oficiales			16.054.591	3.07				
B. Privados			84.508.222	16.2				
1. Sector manufacturero			45.309.510	8.68				
2. Construcción			13.772.247	2.64				
3. Comercio			24.500.000	4.69				
4. Servicios			926.465	0.17				
II. Cédulas del Banco Central Hipotecario			2.669.956	0.51				
III. Varios (CAT, crédito hipotecario, avales, pagarés y otros)			10.168.342	1.95				
Total renta fija			113.401.111	21.7				
Total de inversiones mobiliarias			486.575.801	93.2				
Caja y bancos			35.454.380	6.79				
Total de cartera			522.030.181	100.0				

CUADRO 10.23 (continuación) — AÑO 1967

Sector y grupo de sociedades (A)	No. acciones en poder fondos (B)	%F (C)	Valuación (D)	%C (E)	No. acciones emitidas (F)	%E (G)	No. acciones suscritas fondos (H)	%S (I)
IV. Construcción			700.000	0.2				
1. Industrial de Viviendas	70.000 (1)	ND	700.000	0.2				
2. Viviendas y Urbanización								
V. Electricidad, gas, agua			221.305	0.08				
1. Acueducto Bucaramanga	10.000 (1)	1.23	145.000	0.05				
2. Colgas	5.087 (1)	1.00	76.305	0.03				
3. Gas Natural								
VI. Comercio			11.489.882	4.00				
1. A. Pamp y Cia.								
2. Antioqueña de Inversiones	3.383 (1)	ND	3.383	0.001				
3. Bolsa de Bogotá	84 (1)	0.05	1.596	0.0005				
4. Cadenalco								
5. Casa Toro								
6. Codi	200.512 (4)	2.86	1.355.982	0.46				
7. Inedega	43.974 (1)	8.48	1.319.220	0.46				
8. Inversiones Aliadas	137.982 (2)	7.71	2.762.556	0.96				
9. Inversiones Bogotá	252.450 (3)	7.65	2.044.845	0.71				
10. Inversiones García Caro	43.898 (2)	1.60	131.592	0.05	(1)			
11. Inversiones Medellín	3.383 (1)	ND	3.383	0.001				
12. Ospina y Cia.								
13. Urbanizadora David Puyana	59.000 (2)	15.57	2.596.000	0.90				
14. Urbanizadora Nacional	109.597 (2)	ND	1.271.325	0.44				
VII. Transportes y comunicaciones			5.802.466	2.01				
1. Avianca	1.289.437 (5)	6.22	5.802.466	2.01	986.901	5.0	25.879	2.62
2. Funicular a Monserrate								
3. Telesférico Monserrate								
4. Oleoducto del Pacífico								
VIII. Servicios			48.800.916	16.94				
A. Espectáculos públicos			4.949.308	1.72				
1. Cine Colombia	405.681 (1)	12.26	4.949.308	1.72				
B. Servicios financieros			43.051.608	15.2				
1. Bancos			33.787.403	11.73				
a) Andes	80.052 (2)	4.25	1.969.279	0.68	376.588	25.02	1.211	0.32
b) Bogotá	854.826 (5)	3.86	10.064.666	3.49	1.526.183	7.4	14.498	0.95
c) Colombia	999.921 (5)	3.89	7.657.101	2.66	2.550.050	11.04	45.677	1.79
d) Comercial Antioqueño	258.628 (3)	2.96	6.973.066	2.42	702.543	8.75	13.192	1.8
e) Del Comercio	65.837 (1)	0.34	404.897	0.14	400.302	2.09	3.321	0.82
f) Grancolombiano	732.610 (1)	17.41	3.663.050	1.27	(1)			
g) Industrial Colombiano	301.787 (3)	6.70	3.046.344	1.05				
h) Occidente								
i) República	50 (1)	0.004	9.000	0.003	235.401	26.46	NA	
j) Santander								
2. Inversiones y financiación			1.761.800	0.61				
a) Capitalización y Ahorros Bolívar								
b) Corporación Financiera de Caldas	6.368 (1)	1.0	663.800	0.22	85.705	15.36	914	1.06
c) Corporación Financiera Central	112.500 (1)	ND	1.125.000	0.39				
d) Corporación Financiera Gran Colombia								
e) Corporación Financiera Nacional								
f) Fondo Ganadero de Antioquia								
g) Fondo Ganadero de Caldas								
h) Fondo Ganadero del Valle								
3. Seguros			8.302.405	2.87				
a) Atlas de Seguros								
b) Colombiana de Seguros	369.209 (3)	2.56	6.649.265	2.30	1.312.561	10.0	19.947	1.51
c) Nacional de Seguros								
d) Seguros Bolívar								
e) Suramericana de Seguros	80.641 (2)	3.36	1.653.140	0.57				
Derechos			8.146	0.003				
Total en acciones			183.189.104					
Renta fija								
I. Bonos			71.581.719	24.9				
A. Oficiales			18.986.599	6.59				
B. Privados			52.595.220	18.3				
1. Sector manufacturero			13.558.435	4.71				
2. Construcción			12.776.310	4.43				
3. Comercio			25.732.875	8.93				
4. Servicios			527.600	0.18				
II. Cédulas del Banco Central Hipotecario								
III. Varios (CAT, crédito hipotecario, avales, pagarés y otros)			5.604.650	1.94				
Total renta fija			77.186.369	26.8				
Total de inversiones mobiliarias			260.375.473	90.40				
Caja y bancos			27.644.602	9.60				
Total de cartera			288.020.075	100.0				

CUADRO 10.24 (continuación) – AÑO 1966

Sector y grupo de sociedades (A)	No. acciones en poder fondos (B)	%F (C)	Valuación (D)	%C (E)	No. acciones emitidas (F)	%E (G)	No. acciones suscritas fondos (H)	%S (I)
IV. Construcción			700.000	0.3				
1. Industrial de Viviendas	70.000 (1)	ND	700.000	0.3				
2. Viviendas y Urbanización								
V. Electricidad, gas, agua			216.060	0.09				
1. Acueducto Bucaramanga	10.000 (1)	1.22	145.000	0.06	62.515	8.3	NA	
2. Colgas	2.992 (1)	0.58	71.060	0.03	-158			
3. Gas Natural								
VI. Comercio			10.629.797	4.5				
1. A. Pamp. y Cía.			385.000	0.1				
2. Antioqueña de Inversiones	3.921 (1)	ND	3.921	0.001				
3. Bolsa de Bogotá	84 (1)	0.052	1.596	0.0007				
4. Codenalco	629.900 (1)	3.79	1.795.215	0.76	599.988	3.75	27.656	4.93
5. Casa Toro								
6. Codi	96.334 (2)	1.37	626.171	0.3				
7. Indega	51.025 (1)	9.94	1.683.825	0.7	126.498	32.2	12.638	0.1
8. Inversiones Aliadas	73.137 (2)	4.08	1.279.897	0.54	236.064	15.2	14.449	6.12
9. Inversiones Bogotá	198.025 (2)	6.00	1.485.187	0.63				
10. Inversiones García Caro								
11. Inversiones Medellín	3.921 (1)	ND	3.921	0.001				
12. Ospina y Cía								
13. Urbanizadora David Puyana	60.000 (1)	15.82	2.160.000	0.92				
14. Urbanizadora Nacional	94.887 (2)	9.90	1.205.064	0.51	124.843	14.98	10.895	8.7
VII. Transportes y comunicaciones			1.682.187	0.71				
1. Avianca	517.596 (3)	2.62	1.682.187	0.71	-246.340			
2. Funicular a Monserrate								
3. Telesférico Monserrate								
4. Oleoducto del Pacífico								
VIII. Servicios			23.237.569	9.87				
A. Espectáculos públicos			3.796.901	1.61				
1. Cine Colombia	408.269 (1)	12.33	3.796.901	1.61	242.041	7.89	30.714	12.68
B. Servicios financieros			19.440.668	8.26				
1. Bancos			13.082.073	5.56				
a) Andes	4.844 (1)	3.21	83.559	0.03				
b) Bogotá	195.919 (4)	0.95	1.763.307	0.75				
c) Colombia	415.251 (3)	1.79	2.802.944	1.19	131.425	5.7	23.641	18.00
d) Comercial Antioqueño	150.768 (2)	1.87	3.588.278	1.52	1.341	0.01	11	0.83
e) Del Comercio	158.905 (2)	0.83	985.211	0.42				
f) Grancolombiano	177.807 (1)	ND	800.131	0.34				
g) Industrial Colombiano	336.255 (3)	7.47	3.058.643	1.30	1.000	0.02	79	7.9
h) Occidente								
i) República								
j) Santander								
2. Inversiones y financiación			595.200	0.25				
a) Capitalización y Ahorros Bolívar								
b) Corporación Financiera de Caldas	5.952 (1)	1.06	595.200	0.25	170.693	26.45	NA	
c) Corporación Financiera Central								
d) Corporación Financiera Gran Colombia								
e) Corporación Financiera Nacional								
f) Fondo Ganadero de Antioquia								
g) Fondo Ganadero de Caldas								
h) Fondo Ganadero del Valle								
3. Seguros			5.763.395	2.45				
a) Atlas de Seguros	20.460 (1)	ND	265.980	0.11				
b) Colombiana de Seguros	194.474 (3)	1.48	2.792.636	1.18				
c) Nacional de Seguros	10.000 (1)	ND	232.300	0.09				
d) Seguros Bolívar	59.359 (3)	1.96	1.412.887	0.6	-347			
e) Suramericana de Seguros	63.071 (2)	2.62	1.059.592	0.45				
Derechos			3.204					
Total en acciones			99.098.419	42.13				
Renta fija								
I. Bonos			67.118.013	28.53				
A. Oficiales			23.199.671	9.86				
B. Privados			43.918.342	18.67				
1. Sector manufacturero			12.395.787	5.27				
2. Construcción			9.789.680	4.16				
3. Comercio			21.632.875	9.19				
4. Servicios			100.000	0.04				
II. Cédulas Banco Central Hipotecario			2.210.200	0.94				
III. Varios (CAT, crédito hipotecario, avales, pagarés y otros)			52.409.092	22.28				
Total renta fija			121.737.305	51.75				
Total inversiones mobiliarias			220.835.724	93.88				
Caja y bancos			14.388.000	6.12				
Total de cartera			235.223.724	100				

Nota: Los fondos Crecinco y Seguridad se consolidaron a noviembre por presentar informes a esa fecha.

CUADRO 10.25 (continuación) – AÑO 1965

Sector y grupo de sociedades (A)	No. acciones en poder fondos (B)	%F (C)	Valuación (D)	%C (E)	No. acciones emitidas (F)	%E (G)	No. acciones suscritas fondos (H)	%S (I)
IV. Construcción			700.000	0.28				
1. Industrial de Viviendas	70.000 (1)	ND	700.000	0.28				
2. Viviendas y Urbanización								
V. Electricidad, gas, agua			71.060	0.03				
1. Acueducto Bucaramanga					138.279	22.5	NA	
2. Colgas	2.992 (1)	0.58	71.060	0.03	198.018 (2)	62.8	1.879	0.9
3. Gas Natural								
VI. Comercio			10.589.951	4.25				
1. A. Pamp. y Cía.	50.000 (1)	ND	385.000	0.15	(2)			
2. Antioqueña de Inversiones								
3. Bolsa de Bogotá	84 (1)	0.05	1.596	0.0006				
4. Cadenalco	737.500 (1)	4.6	2.138.750	0.86	611.642	3.97	29.278	4.78
5. Casa Toro								
6. Codi	51.978 (2)	0.74	360.858	0.14				
7. Indega	39.250 (1)	10.0	1.570.000	0.63	12.014	3.16	1.240	10.3
8. Inversiones Aliadas	95.065 (3)	6.11	1.709.023	0.68				
9. Inversiones Bogotá	77.017 (2)	2.33	661.423	0.26	638.538	24.0	18.484	2.9
10. Inversiones García Caro								
11. Inversiones Medellín								
12. Ospina y Cía.								
13. Urbanizadora David Puyana	060.000 (1)	15.82	2.760.000	1.11	34.527	10.0	6.000	17.4
14. Urbanizadora Nacional	72.703 (2)	8.72	1.003.301	0.40	75.692	10.0	7.270	9.6
VII. Transportes y comunicaciones			1.324.796	0.53				
1. Avianca	371.183 (3)	1.85	1.324.796	0.53	5.483.466 300.000	37.8 50.0	140.307 NA	2.56
2. Funicular a Monserrate								
3. Telesférico Monserrate								
4. Oleoducto del Pacífico								
VIII. Servicios			20.147.450	8.11				
A. Espectáculos públicos								
1. Cine Colombia	389.280 (2)	12.69	3.427.091 3.427.091	1.37 1.37	(a)98.422	6.86	26.704	13.56
B. Servicios financieros								
1. Bancos			16.720.359 12.685.639	6.73 5.10				
a) Andes	20.126 (2)	1.34	404.539	0.16	220.000	17.1	3.441	1.56
b) Bogotá	56.116 (4)	0.55	1.126.514	0.45	2.302.596	28.8	16.305	0.7
c) Colombia	414.770 (3)	1.80	2.868.140	1.15	1.835.605	8.69	36.043	1.96
d) Comercial Antioqueño	111.584 (2)	1.38	2.733.566	1.10	1.690.106	26.6	29.681	1.75
e) Del Comercio	310.770 (2)	1.63	1.793.740	0.72	1.766.315	10.2	31.698	1.8
f) Grancolombiano								
g) Industrial Colombiano	396.695 (3)	8.82	3.759.120	1.51	536.486	13.6	53.752	10.0
h) Occidente								
i) República					146.332	19.7	NA	
j) Santander								
2. Inversiones y financiación			760.214	0.30				
a) Capitalización y Ahorros Bolívar								
b) Corporación Financiera de Caldas	5.563 (1)	1.06	556.300	0.22	(3)			
c) Corporación Financiera Central								
d) Corporación Financiera Gran Colombia								
e) Corporación Financiera Nacional								
f) Fondo Ganadero de Antioquia	12.174 (1)	ND	203.914	0.08	(2)			
g) Fondo Ganadero de Caldas					(3)			
h) Fondo Ganadero del Valle								
3. Seguros			3.274.506	1.32				
a) Atlas de Seguros	45.000 (1)	ND	585.000	0.23	(2)			
b) Colombiana de Seguros	38.065 (2)	0.29	599.039	0.24	1.202.235	10.0	3.806	0.3
c) Nacional de Seguros	10.000 (1)	ND	232.300	0.09	(2)			
d) Seguros Bolívar	34.560 (2)	1.14	973.936	0.39	824.510	37.5	12.960	1.57
e) Suramericana de Seguros	53.109 (2)	2.21	884.231	0.35				
Derechos			6.106	0.002				
Total en acciones			104.622.869	42.11				
Renta fija								
I. Bonos			8.526.507	3.43				
A. Oficiales			1.169.543	0.47				
B. Privados			7.356.964	2.96				
1. Sector manufacturero			*7.355.224	2.96				
2. Construcción								
3. Comercio			1.740	0.0007				
4. Servicios								
II. Cédulas Banco Central Hipotecario								
III. Varios (CAT, crédito hipotecario, avales, pagarés y otros)			130.527.114	52.54				
Total renta fija			139.053.621	55.97				
Total de inversiones mobiliarias			243.676.490	98.1				
Caja y bancos			4.701.931	1.9				
Total de cartera			248.378.421	100				

Nota: Los fondos Crecinco y Seguridad se consolidaron a noviembre por presentar informes a esa fecha.

CUADRO 10.26 (continuación) – AÑOS 1964 y 1963

Sector y grupo de sociedades (A)	1964				1963			
	No. acciones en poder fondos (B)	%F (C)	Valuación (D)	%C (E)	No. acciones en poder fondos (B)	%F (C)	Valuación (D)	%C (E)
IV. Construcción			700.000	0.33				
1. Industrial de Viviendas	70.000 (1)	ND	700.000	0.33				
2. Viviendas y Urbanización								
V. Electricidad, gas, agua							406.273	
1. Acueducto Bucaramanga					15.995 (1)	5.33	406.273	
2. Colgas								
3. Gas Natural								
VI. Comercio			9.345.890	4.42			5.672.435	
1. A. Pamp y Cía.					50.000 (1)	ND	385.000	
2. Antioqueña de Inversiones								
3. Bolsa de Bogotá								
4. Cadenalco	807.500 (1)	5.24	2.382.125	1.13	807.500 (1)	4.13	2.382.125	
* 5. Casa Toro								
6. Codi	47.408 (2)	0.6	379.264	0.18				
7. Indega	42.263 (1)	11.2	1.855.840	0.88	29.982 (1)	7.83	655.204	
8. Inversiones Aliadas	112.977 (2)	7.27	2.425.517	1.15	46.495 (1)	3.0	874.106	
9. Inversiones Bogotá								
10. Inversiones García Caro								
11. Inversiones Medellín								
12. Ospina y Cía.								
13. Urbanizadora David Puyana	60.000 (1)	17.4	2.040.000	0.96	43.000 (1)	16.2	1.376.000	
14. Urbanizadora Nacional	17.199 (1)	2.27	263.144	0.12				
VII. Transportes y comunicaciones			2.043.892	0.97				
1. Avianca	413.376 (2)	2.85	2.043.892	0.97				
2. Funicular a Monserrate								
3. Telesférico Monserrate								
4. Oleoducto del Pacífico								
VIII. Servicios			20.730.315	9.81			5.782.699	
A. Espectáculos públicos								
1. Cine Colombia	69.140 (1)	4.82	1.417.370	0.67	17.782 (1)	1.24	312.963	
B. Servicios financieros								
1. Bancos								
a) Andes	26.000 (1)	2.0	670.800	0.31	19.421	1.67	429.204	
b) Bogotá	54.174 (3)	0.67	1.350.013	0.64	17.383	0.2	399.809	
c) Colombia	350.568 (2)	1.66	3.399.220	1.6	28.641	0.5	630.102	
d) Comercial Antioqueño	79.047 (1)	1.25	2.292.363	1.09				
e) Del Comercio	481.983 (2)	2.78	3.486.570	1.65	120.845	1.86	1.540.773	
f) Grancolombiano					43.119	ND	206.971	
g) Industrial Colombiano	339.458 (2)	8.57	4.135.658	1.96	114.095	3.0	1.197.997	
h) Occidente								
i) República								
j) Santander								
2. Inversiones y financiación								
a) Capitalización y Ahorros Bolívar								
b) Corporación Financiera de Caldas	5.563 (1)	ND	556.300	0.26	563 (1)	ND	56.300	
c) Corporación Financiera Central								
d) Corporación Financiera Gran Colombia								
e) Corporación Financiera Nacional								
f) Fondo Ganadero de Antioquia	15.738 (1)	ND	308.464	0.14				
g) Fondo Ganadero de Caldas								
h) Fondo Ganadero del Valle								
3. Seguros								
a) Atlas de Seguros	36.500 (1)	ND	365.000	0.17	36.500 (1)	ND	365.000	
b) Colombiana de Seguros	41.961 (1)	0.35	776.278	0.36				
c) Nacional de Seguros	10.000 (1)	ND	220.800	0.10				
d) Seguros Bolívar	30.775 (1)	1.4	1.215.612	0.58	18.388	0.9	643.580	
e) Suramericana de Seguros	27.165 (1)	1.1	537.867	0.25				
Derechos			14.346	0.006				
Total en acciones			124.193.617	58.8			49.342.107	
Renta fija								
I. Bonos								
A. Oficiales			4.191.752	1.98				
B. Privados			1.043.120	0.5				
1. Sector manufacturero			3.148.632	1.48				
2. Construcción								
3. Comercio								
4. Servicios								
II. Cédulas Banco Central Hipotecario			137.600	0.06				
III. Varios (CAT, crédito hipotecario, avales, pagarés y otros)			74.333.633	35.2				
Total renta fija			78.802.585	37.3				
Total de inversiones mobiliarias			202.992.202	96.1				
Caja y bancos			8.214.278	3.89				
Total de cartera			211.208.480	100.0				

Nota: Se calculó el valor en acciones sin incluir el Fondo Grancolombiano cuyos activos a diciembre 31 de 1963 eran de \$1.521.000 en su mayoría valores de renta fija.

CUADRO 10.27 (continuación) – AÑOS 1962 y 1961

Sector y grupo de sociedades (A)	1962				1961				
	No. acciones en poder fondos (B)	%F (C)	Valuación (D)	%C (E)	No. acciones en poder fondos (B)	%F (C)	Valuación (D)	%C (E)	
IV. Construcción									
1. Industrial de Viviendas									
2. Viviendas y Urbanización									
V. Electricidad, gas, agua			526.124	2.69			569.825	7.42	
1. Acueducto Bucaramanga									
2. Colgas	9.694	3.23	252.044	1.29					
3. Gas Natural	27.408	ND	274.080	1.40	49.550	ND	569.825	7.42	
VI. Comercio			926.691	4.74			294.632	3.83	
1. A. Pamp y Cía									
2. Antioqueña de Inversiones									
3. Bolsa de Bogotá									
4. Cadenalco									
5. Casa Toro									
6. Codi									
7. Indega	12.832	3.54	237.392	1.21	11.403	3.15	205.254	2.67	
8. Inversiones Aliadas	35.901	2.31	689.299	3.53	3.886	0.25	89.378	1.16	
9. Inversiones Bogotá									
10. Inversiones García Caro									
11. Inversiones Medellín									
12. Ospina y Cía									
13. Urbanizadora David Puyana									
14. Urbanizadora Nacional									
VII. Transportes y comunicaciones			990.000	5.07			300.000	3.91	
1. Avianca									
2. Funicular a Monserrate									
3. Teleférico Monserrate									
4. Oleoducto del Pacífico	30.000	ND	990.000	5.07	10.000	ND	300.000	3.91	
VIII. Servicios			2.950.172	15.10			1.265.468	16.48	
A. Espectáculos públicos			258.729	1.32			56.430	0.73	
1. Cine Colombia	16.072 (1)	1.23	258.729	1.32	3.505 (1)	0.27	56.430	0.73	
B. Servicios financieros			2.691.443	13.78			1.209.038	15.75	
1. Bancos			1.659.427	8.5			738.801	9.63	
a) Andes	14.306 (1)	1.23	341.198	1.74	7.012 (1)	0.7	143.746	1.87	
b) Bogotá						2.533	0.05	56.739	0.73
c) Colombia	17.708 (1)	0.36	407.284	2.08	14.433 (1)	0.32	199.313	2.59	
d) Comercial Antioqueño						6.942 (1)	0.2	176.673	2.30
e) Del Comercio	39.792 (1)	0.85	489.441	2.50	16.233 (1)	0.47	162.330	2.11	
f) Gran Colombiano									
g) Industrial Colombiano	35.570 (1)	1.37	421.504	2.15					
h) Occidente									
i) República									
j) Santander									
2. Inversiones y financiación			250.000	1.28			50.000	0.65	
a) Capitalización y Ahorros Bolívar									
b) Corporación Financiera de Caldas	2.500 (1)	ND	250.000	1.28					
c) Corporación Financiera Central									
d) Corporación Financiera Gran Colombia									
e) Corporación Financiera Nacional									
f) Fondo Ganadero de Antioquia									
g) Fondo Ganadero de Caldas									
h) Fondo Ganadero del Valle									
3. Seguros			782.016	4.0			420.237	5.47	
a) Atlas de Seguros	36.500	ND	365.000	1.87					
b) Colombiana de Seguros					2.302 (1)	0.02	28.429	0.37	
c) Nacional de Seguros									
d) Seguros Bolívar	8.705	0.8	289.441	1.48	8.078	0.73	226.184	2.94	
e) Suramericana de Seguros	10.206	0.4	127.575	0.65	13.802	0.57	165.624	2.15	
Derechos									
Total en acciones			16.824.372	86.19			6.575.173	85.73	
Renta fija									
I. Bonos			1.075.590	5.50			42.975	0.56	
A. Oficiales	229.000		697.350	3.57					
B. Privados			378.240	1.93					
1. Sector manufacturero									
2. Construcción									
3. Comercio					45.000		42.975	0.56	
4. Servicios									
II. Cédulas Banco Central Hipotecario									
III. Varios (CAT, crédito hipotecario, avales, pagarés y otros)			1.356.642	6.95			1.015.453	13.24	
Total renta fija			2.432.232	12.46			1.058.428	13.80	
Total de inversiones mobiliarias			16.824.372	86.19			6.575.173	85.73	
Caja y bancos			261.974	1.34			35.726	0.46	
Total de cartera			19.518.578	100.0			7.669.387	100.0	

CUADRO 10.28 (continuación) — AÑOS 1960 y 1959

Sector y grupo de sociedades (A)	1960				1959			
	No. acciones en poder fondos (B)	%F (C)	Valuación (D)	%C (E)	No. acciones en poder fondos (B)	%F (C)	Valuación (D)	%C (E)
IV. Construcción								
1. Industrial de Viviendas								
2. Viviendas y Urbanización								
V. Electricidad, gas, agua			500.000	10.77				
1. Acueducto Bucaramanga								
2. Colgas								
3. Gas Natural	50.000	ND	500.000	10.77				
VI. Comercio			150.955	3.25			65.184	3.27
1. A. Pamp. y Cía								
2. Antioqueña de Inversiones								
3. Bolsa de Bogotá								
4. Cadentalco								
5. Casa Toto								
6. Codi								
7. Indega	4.553	1.25	71.937	1.54	1.324	0.39	20.217	1.01
8. Inversiones Aliadas	511	0.04	12.161	0.26				
9. Inversiones Bogotá	9.551	0.43	66.857	1.44	4.877	0.22	44.977	2.26
10. Inversiones García Caro								
11. Inversiones Medellín								
12. Ospina y Cía.								
13. Urbanizadora David Puyana								
14. Urbanizadora Nacional								
VII. Transportes y comunicaciones								
1. Avianca								
2. Funicular a Monserrate								
3. Telesérico Monserrate								
4. Oleoducto del Pacífico								
VIII. Servicios			1.142.511	24.61				
A. Espectáculos públicos			22.137	0.47			30.059	1.51
1. Cine Colombia	1.354 (1)	0.12	22.137	0.47	1.900 (1)	0.17	30.059	1.51
B. Servicios financieros								
1. Bancos			575.857	12.40			284.510	14.32
a) Andes	6.492 (1)	0.8	133.086	2.86	3.016 (1)	0.37	64.841	3.26
b) Bogotá	6.786 (1)	0.15	132.322	2.85	2.603 (1)	0.06	64.028	3.22
c) Colombia	7.195 (1)	0.16	133.102	2.86	3.332 (1)	0.09	72.593	3.65
d) Comercial Antioqueño	4.745 (1)	0.2	128.115	2.76	2.242 (1)	0.09	67.412	3.39
e) Del Comercio	4.973 (1)	0.15	49.232	1.06	1.157 (1)	0.03	12.636	0.64
f) Gran Colombiano								
g) Industrial Colombiano								
h) Occidente								
i) República								
j) Santander								
2. Inversiones y financiación								
a) Capitalización y Ahorros Bolívar								
b) Corporación Financiera de Caldas								
c) Corporación Financiera Central								
d) Corporación Financiera Gran Colombia								
e) Corporación Financiera Nacional								
f) Fondo Ganadero de Antioquia								
g) Fondo Ganadero de Caldas								
h) Fondo Ganadero del Valle								
3. Seguros			544.517	11.73			124.419	6.26
a) Atlas de Seguros								
b) Colombiana de Seguros	17.120 (1)	0.2	158.895	3.42	3.943 (1)	0.05	64.981	3.27
c) Nacional de Seguros								
d) Seguros Bolívar	4.815	0.4	250.808	5.40	270	0.02	9.504	0.48
e) Suramericana de Seguros	12.037	0.5	134.814	2.90	3.995	0.16	49.934	2.51
Derechos								
Total en acciones			4.396.774	94.73				
Renta fija								
I. Bonos			23.113	0.49				
A. Oficiales								
B. Privados			23.113	0.49				
1. Sector manufacturero			23.113	0.49				
2. Construcción								
3. Comercio								
4. Servicios								
II. Cédulas Banco Central Hipotecario	10.425		8.965	0.19	3		5.425	0.27
III. Varios (CAT, crédito hipotecario, avales, pagarés y otros)			86.081	1.85				
Total renta fija			118.159	2.54				
Total inversiones mobiliarias			4.396.774	94.73				
Caja y bancos			126.321	2.72			75.771	3.81
Total de cartera			4.641.228	10.0			1.986.587	100.0

CUADRO 10.29 – PERIODOS: 1964 - 1970 y 1959 - 1964
En diciembre 31

Sector y grupo de sociedades (A)	Diciembre 31, 1964 – Diciembre 31, 1970		Diciembre 31, 1959 – Diciembre 31, 1964	
	No. acciones emitidas (F)	%E (G)	No. acciones emitidas (F)	%E (G)
I. Agricultura, silvicultura				
A. Industria del Mangle	3.340.634	110.25	1.185.577	64.27
B. Palmeras de Occidente				
C. Palmeras del Pacífico				
II. Minería				
1. Regalías Petrolíferas Consolidadas				
III. Industria manufacturera				
A. Alimentos				
1. Compañía Nacional de Chocolates	3.176.984	133.13	-6.382	
2. Gravetal				
3. Industrias Alimenticias Noel	241.864	16.24	432.659	41.0
4. Industria Harinera	1.042.218	76.37	348.779	34.3
5. Ingenio Manuelita				
6. Ingenio Providencia			-1.459	
7. Molinera Herrán				
8. Proleche				
B. Bebidas				
1. Bavaria	106.750.000	88.22	38.293.000	46.3
2. Cervecería Andina	870.374	13.13	150.474	4.76
3. Cervecería Unión	3.560.000	59.53	1.567.000	35.5
4. Gaseosas Postobón			1.379	0.08
C. Cueros y derivados				
1. Colcurtidos	639.951	27.12	-697	
2. La Corona			818.307	46.0
D. Materiales construcción				
1. Cementos Argos	656.262	11.8		
2. Cementos Caldas	-5.098		(2)	
3. Cementos Caribe			(2)	
4. Cementos Diamante			937.534	41.5
5. Cementos Samper			335.000	14.4
6. Cementos Valle	1.978.356	37.43	1.286.388	32.1
7. Eternit Atlántico	1.165.043	210.5	238.457	75.7
8. Eternit Colombiana	8.601.842	114.38	3.425.337	83.6
9. Eternit Pacífico	811.187	130.0	276.829	79.7
10. Manufacturas de Cemento	270.603	82.0	650.000	65.0
11. Tubos Moore	52.653	10.02	1.506.612	40.2
E. Productos de caucho				
1. Caucho Sol			566.939	42.6
2. Caucho Grulla	1.400.000	77.77	1.200.000	200.0
3. Icollantas	(3)		2.404.643	31.2
F. Siderometal				
1. Apolo	(*) (3)	1.632.319		(3)
2. Cimetal				
3. Electromanufacturas	(*)	16.651	3.33	
4. Futec				
5. Imusa		1.228.290		
6. I.M.P.	(*)	700.000	16.66	337.488
7. Incolma				
8. Incorsa	(*)	81.273	11.86	
9. Natromoldes				
10. Paz del Río			11.736.543	24.3
11. Sidelpa	3.611.435	261.7	(2)	
12. Simesa	11.217.514	148.3	3.225.335	74.3
13. Talleres Centrales			309.912	44.9
G. Tabaco				
1. Coltabaco	8.563.329	59.4	1.593.699	12.4
H. Textiles y confecciones				
1. Alicachín			13.438	2.0
2. Celanese	988.573	14.9	1.884.111	39.8
3. Coltejer	32.582.710	99.34	3.563.724	12.2
4. Everfit	1.651.298	33.02	2.469.700	97.6
5. Fabricato	8.537.598	44.13	1.272.929	23.5
6. Fatelares	(3)		(3)	
7. Hilanderías Fonce	(*)	345.084	146.32	
8. Pepalfa			720.000	70.3
9. Primavera	770.581	44.17		
10. Tejicóndor	1.808.779	43.82		
11. Unica	4.572.343	107.45	3.003.995	240.0
12. Vanidad				
13. Vicuña	1.229.201	31.51	1.530.738	64.6
I. Varios				
1. Cartón de Colombia				
2. Colmotores				
3. Electroquímica				
4. Industrias Estra				
5. Muebles Artecto	19.870	5.00	-19.529	
6. Peldar	(3)			
7. Sintéticos				
8. Sulfácidos				
*9. Varios				

CUADRO 10.29 (continuación) – PERIODOS: 1964 - 1970 y 1959 - 1964
En diciembre 31

Sector y grupo de sociedades (A)	Diciembre 31, 1964 – Diciembre 31, 1970		Diciembre 31, 1959 – Diciembre 31, 1964	
	No. acciones emitidas (F)	%E (G)	No. acciones emitidas (F)	% E (G)
IV. Construcción				
1. Industrial de Viviendas				
2. Viviendas y Urbanización	(*) 5.500.000	220.0		
V. Electricidad, gas, agua				
1. Acueducto Bucaramanga	582.073	94.88	260.757	73.9
2. Colgas	385.268	122.3	115.047	57.52
3. Gas Natural				
VI. Comercio				
1. A. Pamp y Cia				
2. Antioqueña de Inversiones				
3. Bolsa de Bogotá				
4. Cadenalco	10.092.966	65.5	(3)	
5. Casa Toro			5.500.000	366.7
6. Codi			47.789	14.4
7. Indega	138.512	36.4	449.326	40.7
8. Inversiones Aliadas	1.212.480	39.02	461.462	21.0
9. Inversiones Bogotá	638.538	24.00		
10. Inversiones García Caro	(*) 30.000	1.46		
11. Inversiones Medellín				
12. Ospina y Cia.	(*) 890.047	24.51		
13. Urbanizadora David Puyana	69.944	20.3	(2)	
14. Urbanizadora Nacional	(3)		443.680	141.0
VII. Transportes y comunicaciones				
1. Avianca	48.483.466	334.0	8.516.534	141.9
2. Funicular a Monserrate	600.000	100.0	150.000	33.3
3. Teleférico Monserrate	(*) 5.398.101	300.0		
4. Oleoducto del Pacífico				
VIII. Servicios				
A. Espectáculos públicos				
1. Cine Colombia	1.621.296	56.5	334.150	30.7
B. Servicios financieros				
1. Bancos				
a) Andes	(3)		480.000	59.6
b) Bogotá	24.899.508	155.63	7.000.000	77.78
c) Colombia	17.832.135	84.4	10.002.007	90.0
d) Comercial Antioqueño	8.416.267	132.72	3.941.145	164.20
e) Del Comercio	12.666.617	73.08	11.333.383	189.0
f) Grancolombiano	(*) 3.792.294	90.13		
g) Industrial Colombiano	5.673.692	143.25	1.434.314	63.6
h) Occidente	(*) 720.000	20.0		
i) República	795.463	107.01	205.547	38.2
j) Santander	(*) 655.317	32.8		
2. Inversiones y financiación				
a) Capitalización y Ahorros Bolívar	(*) 404.131	40.0		
b) Corporación Financiera de Caldas	(*) 370.102	70.8		
c) Corporación Financiera Central				
d) Corporación Financiera Gran Colombia				
e) Corporación Financiera Nacional	(*) 192.017	2.0		
f) Fondo Ganadero de Antioquia				
g) Fondo Ganadero de Caldas	(*) 710.596	110.1		
h) Fondo Ganadero del Valle				
3. Seguros				
a) Atlas de Seguros				
b) Colombiana de Seguros	8.055.269	67.51	3.946.367	49.4
c) Nacional de Seguros				
d) Seguros Bolívar	(3)		1.100.000	100.0
e) Suramericana de Seguros				
Derechos				
Total en acciones				
Renta fija				
I. Bonos				
A. Oficiales				
B. Privados				
1. Sector manufacturero				
2. Construcción				
3. Comercio				
4. Servicios				
II. Cédulas Banco Central Hipotecario				
III. Varios (CAT, crédito hipotecario, avales, pagarés y otros)				
Total renta fija				
Total de inversiones mobiliarias				
Caja y bancos				
Total de cartera				

Se calculó el valor en acciones sin incluir el Fondo Grancolombiano cuyos activos a diciembre 31, 1963 eran de \$1.521.000 en su mayoría valores de renta fija.

Capítulo 11

DETERMINANTES ECONOMICOS DEL COMPORTAMIENTO BURSATIL COLOMBIANO

Por ROBERTO JUNGUITO y
JUAN CARLOS JARAMILLO

I. Introducción.

1. *Objetivos.*

El objetivo del presente trabajo es proponer políticas para hacer de la bolsa de valores un instrumento más efectivo en la captación de ahorro y su canalización hacia inversiones productivas.

El trabajo desarrolla modelos para analizar si los papeles negociados en la bolsa han protegido al ahorrador contra presiones inflacionarias y crisis en balanza de pagos. Finalmente se estudia la composición de la demanda de los diversos tipos de papeles ofrecidos en la bolsa.

Se divide en una sección introductoria que incluye un delineamiento de las funciones de la bolsa como canalizador de ahorro; una descripción de las formas alternativas de utilizar el ahorro en Colombia; y, una cuantificación de la importancia relativa de la Bolsa de Bogotá, así como de la muestra escogida para los análisis posteriores.

Las secciones III a V se relacionan con los efectos de la inflación, la crisis en la balanza de pagos y la composición de la demanda en las actividades bursátiles colombianas, respectivamente.

2. *Resumen y conclusiones.*

A. **Protección contra la inflación.**

Es esencial que la bolsa ofrezca a los ahorradores protección contra la inflación, pues de otra forma se canalizarán los ahorros hacia la financiación de inversiones improductivas tales como la adquisición de inventarios especulativos o la finca raíz.

La experiencia latinoamericana en el período (1960 - 1965) a este respecto es muy variada. Mientras México y Venezuela muestran protección ante la inflación, los mercados bursátiles de Argentina, Brasil y Chile no se han protegido. Se concluye que la protección depende del grado de inflación, ya que cuando ésta ha sido acelerada no se ha observado protección.

La experiencia colombiana también cumple el modelo. Entre (1960 - 1965), por ser éste un período de inflaciones fuertes (tasa promedio anual de incremento en el nivel de precios

de 12%), el índice de precios de las acciones aunque continuó creciendo con excepción de 1966, apenas pudo compensar la inflación. En el período (1966 - 1970) con tasas más moderadas de inflación se observó gran protección. Con el objeto de ejecutar un análisis más preciso del nivel de protección contra la inflación, incorporando el efecto de los dividendos y de la reinversión de los mismos, se diseñó un modelo más general. Los resultados para cada quinquenio de la década de los sesenta, así como para el total, muestran que, aun en las épocas más inflacionarias, el ahorrador no había disminuído su poder real de compra. En el segundo quinquenio se logró una tasa anual de rendimiento de 15%, mientras que en la década, ésta sólo alcanzó 8%.

Se concluye que, en el caso colombiano, la adquisición de acciones protegió al inversionista contra la inflación. El modelo latinoamericano no se siguió en lo que respecta al nivel de protección en la década. Sin embargo, si lo hizo en el sentido de que en épocas de inflaciones aceleradas la protección fue muy inferior de la observada en períodos de inflaciones moderadas.

En general, el proceso inflacionario puede aceptar la demanda y oferta de papeles en el mercado bursátil. Si como resultado de la inflación se restringe el incremento de la oferta de acciones y se estimula su demanda, el mercado bursátil tenderá a protegerse contra la inflación.

En el caso colombiano, la inflación ha tenido ante todo orígenes monetarios. Al relacionar el porcentaje de la inversión de las sociedades anónimas financiado por préstamos con la tasa anual de incremento en el índice de precios, se observa una correspondencia positiva. En épocas de presiones inflacionarias, las empresas han utilizado relativamente más crédito y menos emisiones de capital para financiar la inversión. Desde el punto de vista de la oferta acciones, el proceso inflacionario amortigua la caída de los precios de las acciones.

Por el lado de la demanda de acciones, ésta depende, entre otras variables, de la tasa de dividendos de las acciones así como de los precios relativos respecto a otros activos. La política de dividendos de las sociedades colombianas inscritas en la bolsa consiste en hacer que la tasa de dividendos y los dividendos por acción se mantengan relativamente constantes en el tiempo. La inflación es independiente y no estimula la repartición de dividendos de las empresas. Por otro lado, el incremento en el precio relativo de bienes que tienen protección absoluta contra la inflación (finca raíz) hace que, por efecto de sustitución, el ahorrador tienda a demandar menos acciones. El efecto total de oferta y demanda sugiere que la protección debe ser sólo parcial, tal como se observó en el caso colombiano.

B. Protección contra riesgos de la tasa de cambio.

En épocas de crisis en la balanza de pagos, el ahorrador tiene la alternativa de adquirir inventarios especulativos de bienes importables o divisas extranjeras con el objeto de protegerse contra los riesgos de la tasa de cambio. De nuevo se considera importante que el mercado bursátil ofrezca protección adecuada, porque de lo contrario el ahorro de la comunidad sería canalizado hacia inversiones improductivas.

Utilizando un modelo similar al considerado en el caso anterior, se calculó que en la década de los sesenta el mercado de acciones ofreció protección contra la devaluación tanto de la tasa oficial como de la tasa libre (mercado libre 1961 - 1966, mercado negro 1967 - 1970). El rendimiento porcentual de las acciones fue superior en 30% al de actividades que fluctúan con la tasa oficial¹ (i. e. especulación de bienes importados) y 44% por encima de la especulación en el mercado negro. Estos rendimientos fueron aun superiores en el último quinquenio. Únicamente la especulación en el mercado negro fue más rentable que la inversión en acciones en el período (1961 - 1966), época en la cual se presentaron dos fuertes devaluaciones.

¹ Tal estimativo ignora rentas monopolísticas resultantes de un sistema de licencias de importación.

nes de la tasa oficial. Sin embargo, si se consideran los efectos de las suscripciones de acciones, éstas resultaron más rentables que la adquisición de divisas.

Con el objeto de verificar la sustituibilidad entre dólares especuativos y activos bursátiles, se comparó un índice del valor real de la diferencia entre el dólar oficial y libre con un índice del valor real de las transacciones en la Bolsa de Bogotá. Se notó una fuerte relación inversa entre los dos índices en el período (1964 - 1970). Se concluye que aunque el ahorrador en acciones se ha protegido contra la devaluación, hay sustitución entre esa forma de ahorro y especulaciones improductivas en activos tales como inventarios de importaciones y divisas.

C. Composición de la demanda por los diferentes papeles ofrecidos en la bolsa.

La teoría tradicional establece que en épocas de presiones inflacionarias de origen monetario, se hace relativamente más rentable invertir en papeles de renta variable (acciones) con relación a los de renta fija, puesto que para éstos no existen efectos amortiguadores internos tales como valorización del papel.

En el caso colombiano la teoría parece no cumplirse, ya que en el segundo quinquenio de los sesenta se incrementaron relativamente las transacciones en acciones. Tal comportamiento se observó como consecuencia de un incremento relativo en su rentabilidad. En efecto, el retiro de la transacción en bolsa de las cédulas del Banco Central Hipotecario; la incorporación del CAT y los incrementos decretados en los dividendos de las cédulas hipotecarias y de los bonos de desarrollo económico, no permiten hacer un análisis completo de tal teoría.

Es interesante agregar que durante la década, la rentabilidad de las acciones fue superior a la de los papeles de renta fija. En el período (1961 - 1966) la rentabilidad neta real fue negativa para todos los tipos de papeles, y los papeles de renta fija fueron en términos absolutos más rentables solo para ahorradores con tasas marginales de impuestos superiores al 35%.

3. Recomendaciones.

Con base en el análisis y conclusiones anteriores se recomienda tomar medidas de política económica para hacer menos rentable la canalización de fondos hacia inversiones improductivas en épocas de presiones inflacionarias y de crisis en balanza de pagos. Específicamente se sugiere:

a) Seguir una política cambiaria que haga la tasa oficial más consistente con la escasez real de divisas y por lo tanto menos atractiva la especulación en el mercado negro;

b) Diseñar bonos de valor constante que se negocien en bolsa, y por tanto protejan al ahorrador contra la inflación;

c) Mantener la vigencia de la Resolución No. 2 de enero de 1971 de la Junta Monetaria, por medio de la cual se permite la adquisición de dólares a futuro; por lo tanto cubrir los riesgos de devaluación, y desalentar especulación en divisas;

d) Aumentar las tasas de interés sobre las cuentas de ahorro personal;

e) No establecer impuestos a las ganancias de capital de las sociedades anónimas y menos aún en épocas de inflación o crisis en balanza de pagos;

f) Eliminar las exenciones de impuestos en los papeles de renta fija, subiendo la tasa nominal de interés. Esta tasa no debe superar en un margen muy amplio el rendimiento neto de las acciones. Tal medida hace competitiva la inversión privada y pública, y evita subsidios injustificados a los ahorradores de más altos ingresos; y,

g) Establecer un sistema flexible de impuestos a las actividades en finca raíz que aumente en períodos inflacionarios.

II. El mercado bursátil y alternativas del ahorro privado.

1. *Funciones de la bolsa como canalizador de ahorro.*

La bolsa de valores en su papel de intermediario financiero permite la captación de ahorro, al ofrecer al ahorrador más conocimientos de sus alternativas, mayor liquidez y seguridad en la inversión. Es principalmente en esta forma indirecta como cumple la función de canalizar el ahorro. Sin embargo, la bolsa juega un papel más directo en la colocación de valores, tales como cierta clase de bonos y parte de los derechos de suscripción de acciones.

Las principales formas en que la bolsa cumple las funciones antes anotadas pueden resumirse en la forma siguiente:

a) Proporciona liquidez a los valores allí negociados; en su condición de mercado casi perfecto, da a compradores y vendedores la oportunidad de contactos entre sí; hace de público conocimiento los precios prevalecientes de dichos valores y supervigila las transacciones;

b) Facilita el conocimiento de alternativa u opciones al hacer de público dominio los rendimientos monetarios de todos los valores que se transan, así como los precios de mercado prevalecientes. Es decir, le proporciona al ahorrador información sobre las alternativas que se le presentan y por lo tanto más ahorradores pueden ser atraídos por las diversas opciones de inversión;

c) Proporciona cierta seguridad al ahorrador en cuanto a la solidez financiera de las empresas inscritas, puesto que para la inscripción de un valor exige que la firma emisora cumpla con los requisitos financieros. Así mismo las empresas inscritas deben presentar periódicamente a las autoridades de la bolsa sus balances y estados de pérdidas y ganancias y estos datos son hechos de público conocimiento; y,

d) La canalización de nuevas emisiones se lleva a cabo en la siguiente forma:

Aunque nuevas emisiones de valores de renta variable deben ser ofrecidas en primera instancia a los accionistas de la compañía, los derechos de suscripción de acciones pueden ser negociados en bolsa. La compra de un derecho en bolsa conlleva la adquisición posterior de una acción emitida, y se logra canalizar ahorro en forma directa. Así mismo, al adquirir nuevas emisiones con fondos provenientes de la venta de otros valores se logra un incremento neto en el ahorro captado.

La bolsa en este caso se puede considerar como un canalizador indirecto de ahorro. Algunos papeles de renta fija son colocados en mercado a través de la bolsa de valores (v. gr. los bonos de desarrollo económico). En cuanto la bolsa cumpla una función en la colocación entre el público de los valores de renta fija, está actuando como un canalizador directo de ahorros transferibles.

2. *Formas alternativas de canalizar el ahorro.*

El ahorro de la comunidad es utilizado en la adquisición de diferentes activos. Algunas de estas formas de ahorro pueden catalogarse como *productivas* o *improductivas*, según estén o no dirigidas a financiar inversiones reales que incrementen el stock de capital del país y se traduzcan en aumentos de la producción nacional y el empleo.

Dentro de las alternativas para el ahorrador colombiano, se catalogan en el primer grupo los siguientes activos: acciones, bonos, cédulas hipotecarias, certificados de abono tributario, pólizas de seguros, fondos mutuos, loterías. Así mismo están aquellos componentes de la oferta monetaria como depósitos de ahorro, a término y en cuenta corriente y crédito extra-bancario que sirvan para financiar inversiones reales.

CUADRO 11.1 – BOLSAS DE BOGOTÁ Y MEDELLÍN. TOTAL DE TRANSACCIONES
(Millones de pesos)

Año	Bolsa de Bogotá	% del total	Bolsa de Medellín	% del total	Total	%
1965	513.3	70.3	216.0	29.7	729.2	100.0
1966	472.6	71.2	191.4	28.8	663.1	100.0
1967	733.7	73.5	265.0	26.5	998.6	100.0
1968	945.2	72.2	364.6	27.8	1.309.8	100.0
1969	1.304.2	71.2	504.1	28.8	1.808.3	100.0

Fuente: Banco de la República.

CUADRO 11.2 – SOCIEDADES ANONIMAS TOTALES Y SOCIEDADES INSCRITAS EN LA BOLSA DE BOGOTÁ
1965 - 1969

Años	Número de sociedades			Capital y reservas		
	1 Inscritas en la bolsa	2 Total de sociedades	3 1/2 (%)	4 Sociedades de la bolsa (millones de pesos)	5 Total de sociedades (millones de pesos)	6 4/5 (%)
1965	113	1.404	8.0	5.212	10.899	47.8
1966	115	1.493	7.7	5.903	13.094	45.1
1967	120	1.468	8.2	7.149	14.129	50.1
1968	112	1.785	6.3	8.950	16.430	54.5
1969	127	1.822 ¹	7.0	12.237	19.500 ²	62.8

Fuente: Banco de la República

¹ Hasta junio 30 de 1969.

² Estimado para 1969.

El segundo grupo estaría compuesto por la adquisición de inventarios especulativos, finca raíz, consumo de bienes durables y atesoramientos (mantenimiento de dinero líquido). También se debe incluir aquí la adquisición de moneda extranjera con fines especulativos.

3. Importancia relativa del mercado bursátil

A. Bolsa de Bogotá comparada con Bolsa de Medellín.

El cuadro 11.1 ilustra la importancia relativa de cada una de las dos bolsas que operan en el país, tomando como indicador el valor total de las transacciones realizadas, durante el período 1965 - 1969.

En la Bolsa de Bogotá se ha venido realizando algo más de las 2/3 partes del total de transacciones durante los últimos años, proporción que no tiende a variar apreciablemente con el tiempo.

B. Sociedades inscritas en la Bolsa de Bogotá en relación con el total de las sociedades anónimas.

La importancia de las sociedades inscritas en la Bolsa de Bogotá, en relación con el total de sociedades anónimas vigiladas por la Superintendencia de Sociedades, se puede apreciar en el cuadro 11.2.

Aunque en número de sociedades, las inscritas en la bolsa no tienen una importancia considerable, sí la tienen en cuanto al capital y reservas. Esto indica que las empresas más grandes del país tienen sus acciones inscritas en la bolsa.

CUADRO 11.3 — IMPORTANCIA RELATIVA DE LAS TRECE EMPRESAS ESCOGIDAS 1965 - 1969

Total empresas inscritas en la bolsa								
Años	Patrimonio (millones de pesos)	Transacciones		13 empresas consideradas		Patrimonio 13 empresas como % del patrimonio total de empresas inscritas	Transacciones 13 empresas como % de transacciones en bolsa de Bogotá	Transacciones 13 empresas como % del total, transacciones totales de la Bolsa de Bogotá
		Acciones (millones de pesos)	Totales (millones de pesos)	Patrimonio (millones de pesos)	Transacciones (millones de pesos)			
1965	7.615.2	302.4	513.3	3.490.6	231.9	46	77	45
1966	9.139.7	287.6	472.6	4.199.3	222.1	46	77	47
1967	10.471.0	472.1	733.7	4.883.3	373.2	47	79	51
1968	11.936.1	610.8	945.2	5.377.2	504.4	45	83	53
1969	14.670.6	842.9	1.304.2	6.533.6	594.4	45	71	46

Fuente: Bolsa de Bogotá.

Debido al hecho de que sólo unas pocas empresas de la bolsa mantienen un movimiento continuado y apreciable durante el año, se tomó una muestra de las principales acciones registradas en la Bolsa de Bogotá, como base de información para el presente trabajo. Estas empresas están relacionadas en los cuadros 11.15 a 11.25 del anexo a este capítulo. A fin de apreciar la importancia de las trece empresas escogidas dentro del total de la bolsa, se elaboró el cuadro 11.3, el cual muestra que el conjunto de dichas empresas es bastante representativo de los movimientos bursátiles.

Durante los últimos años, la proporción del patrimonio de las trece empresas, respecto del total de empresas, se ha mantenido constante en cerca del 50%. En cuanto a transacciones totales en acciones, durante los últimos 6 años, las trece empresas escogidas han movido alrededor del 80%. Una proporción relativamente constante también del total de transacciones (aproximadamente el 50%) ha sido movida por las sociedades de la muestra.

III. La bolsa de valores y la inflación.

1. Objetivo.

La presente sección analiza si la adquisición de activos en el mercado bursátil colombiano ha ofrecido al inversionista una protección adecuada contra el proceso inflacionario.

La experiencia latinoamericana a este respecto es muy variada. Los países que han tenido procesos inflacionarios acelerados tales como Argentina, Brasil y Chile, parecen no haberse protegido contra la inflación, mientras que Venezuela y México han tenido la experiencia contraria.²

Los estudios de Alberto Musalem³ sugieren que en período inflacionario el ahorrador tiende a sustituir dinero líquido por inventarios especulativos de bienes importados. Al no ofrecer el mercado bursátil protección contra la inflación, no solo se dejarán de canalizar estos saldos monetarios reales hacia inversión no especulativa, sino que es aún factible que se disminuya la actividad bursátil.

Si además de estos factores se considera que en épocas de inflación el inversionista tiende a adquirir activos que le mantengan su poder de compra o el valor real del activo, tales como finca raíz, se denota la importancia de hacer que el mercado bursátil ofrezca protección

² Eitman, David E., "Stock Exchanges in Latin America", *Michigan International Business Studies*. No. 7, 1966.

³ Musalem, Alberto, *Demanda por dinero y balanza de pagos. La experiencia de Colombia 1950 - 1967* (documento mimeografiado, no publicado); *Dinámica de la inflación. La experiencia de Colombia 1959 - 1967* (documento mimeografiado, no publicado); *Dinero, inflación y balanza de pagos. La experiencia de Colombia (1950 - 1966)*.

CUADRO 11.4 – ANALISIS DE CORRELACION ENTRE TRANSACCIONES EN FINCA RAIZ E INFLACION

Estimativo	Observaciones	Variables relacionadas		Intersección a	Coeficiente de regresión	Error standard de b Sb	Coeficiente de correlación r
		Indepen- dientes	Indepen- dientes				
Comisión de Reforma Tributaria	1958-1967	P	F	-57.4	1.90	.003*	.98
Comisión de Reforma Tributaria	1958-1967	P	F	11.6	.52	.71	.40
Fedesarrollo	1956-1968	ΔP^A	ΔF^A	-1.9	1.53	.73*	.55
Fedesarrollo	1956-1968	ΔP^A	ΔF^A	7.7	1.94	.57*	.74

Fuente: Artículo en publicación *The Capital Gains Tax* de la Comisión de Reforma Tributaria de agosto 20 de 1968 y los estimativos que aparecen en el cuadro 11.15.

* Coeficiente significativos al 95% de confianza.

contra la inflación. De otra manera se canalizarán los recursos del ahorro privado hacia inversiones improductivas.

A continuación se presenta un análisis de correlación entre el índice de transacciones en finca raíz (F) y el índice nacional de precios al consumidor (P), así como de sus cambios porcentuales totales (ΔF ΔP) y ajustados (ΔF^A ΔP^A).

La metodología a seguirse en la presente sección consiste en diseñar un modelo para estimar la protección de las acciones en la bolsa ante la inflación y mostrar los respectivos estimativos para el caso colombiano. En segundo lugar se analizará el comportamiento de las sociedades anónimas en período de inflación respecto a sus políticas de dividendos, con el objeto de explicar los resultado de la primera sección.

2. Modelo para encontrar si un activo se ha protegido contra la inflación.

A_t = Precio de la acción en el período t.

P = Tasa de inflación (medida en términos porcentuales).

V_t^A = Valor de la acción más los dividendos capitalizados.

D_t = Dividendos pagados por la acción en el período t.

r = Tasa utilizada para capitalización de los dividendos (distintas alternativas).

a = Incremento porcentual en el precio de las acciones.

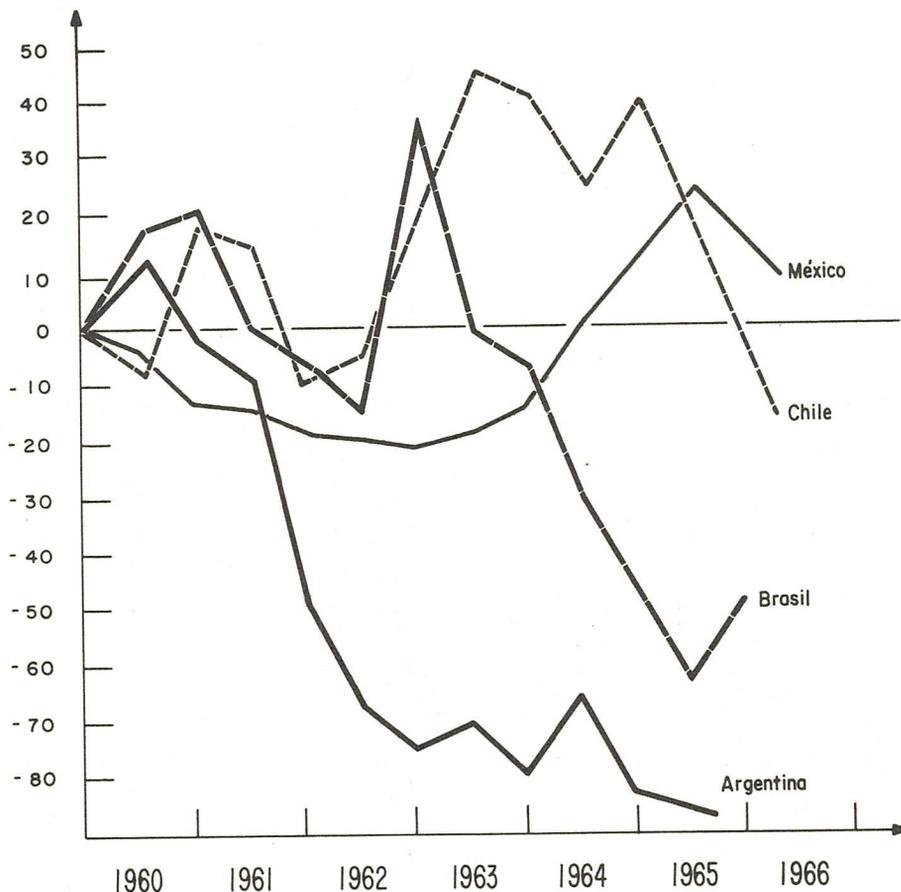
$$(1) \quad V_t^A \geq A_0 (1 + P)^t$$

Esta es la condición para que el poder de compra del activo después de t años mantenga por lo menos el nivel del poder de compra en el período 0.

$$(2) \quad V_t^A = A_t + \sum_{i=1}^{i=t} D_i (1 + r)^{t-i}$$

La segunda relación muestra que el poder de compra del activo en el período t es la suma del precio de mercado de la acción (o activo) en ese año (A_t) más los dividendos percibidos por la acción capitalizados durante el período 0 á t. Estos dividendos a su vez pueden haber sido utilizados para satisfacer demandas por bienes de consumo; pueden haber sido mantenidos en forma líquida (y por lo tanto sujetos a depreciación en su poder de compra por razón de la inflación) o pueden haber sido reinvertidos en acciones o en alternativas de mercado con tasas de interés dadas. Se denomina r al rendimiento anual promedio de tal tipo de reinversión.

GRAFICO 11.1 – COMPARACION LATINOAMERICANA DE PROTECCION ANTE LA INFLACION APLICACION DEL MODELO 1



Fuente: Eitman, op. cit. capítulo VI.

Modelo 1: Determinación de la protección a la inflación para la adquisición de activos que no ofrezcan dividendos.

En este caso se puede reemplazar la ecuación (2) en la (1) y hacer $D_i = 0$, por lo cual:

$$A_t \geq A_0 (1 + P)^t$$

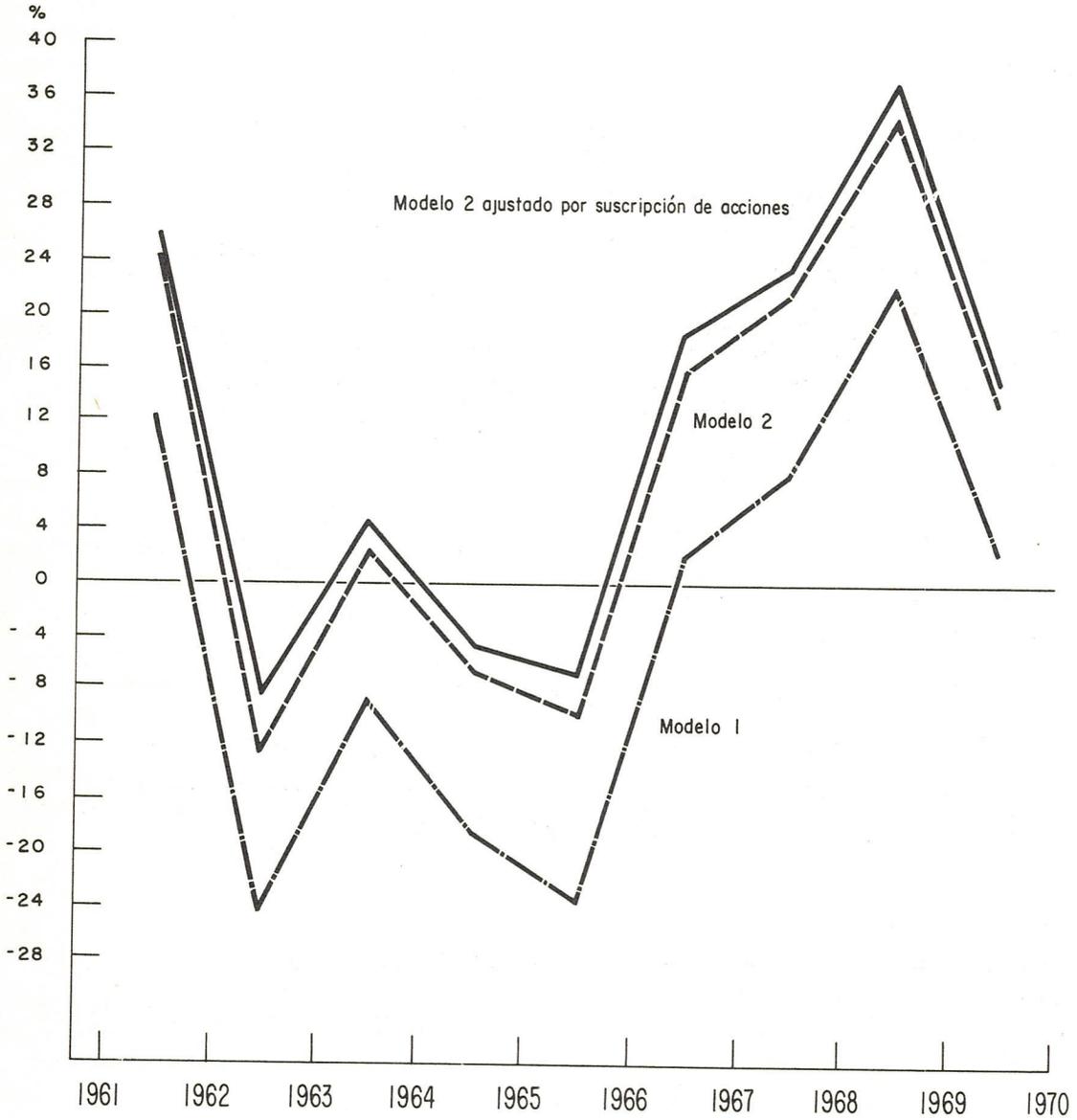
Si se busca determinar la protección del activo a la inflación para un año determinado, entonces:

$$A_1 \geq A_0 (1 + P) \quad a = \frac{A_1 - A_0}{A_0} \geq P$$

Entonces: $\frac{a}{P} \geq 1$ o también $a - P \geq 0$

Esta es la metodología seguida en el estudio *Stock Exchanges in Latin America*. Por ignorar que las acciones otorgan dividendos y además por hacer el análisis para cada año (en vez de un período) se sugiere que tal metodología es incompleta y no refleja la protección real del mercado bursátil a largo plazo contra la inflación.

GRAFICO 11.2 – PROTECCION ANUAL ANTE LA INFLACION EN COLOMBIA – MODELOS 1 y 2



Modelo 2: Protección anual ante la inflación incluyendo efecto de los dividendos.

En este caso se reemplaza la ecuación (2) en la (1) y por ser de carácter anual se hace $t = 1$. Entonces, en caso de pagarse los dividendos al comienzo del período:

$$A_1 + D_1 (1 + r) \geq A_0 (1 + P)$$

Es más común, sin embargo, que los intereses se perciban al finalizar el período, por lo cual, transformando:

$$A_1 + D_1 \geq A_0 (1 + P)$$

$$\frac{A_1}{A_0} + \frac{D_1}{A_0} \geq 1 + P$$

$$\frac{D_1}{A_0} = a - P \geq 0$$

Es decir, que en términos anuales, la protección contra la inflación debe estar dada más bien por la suma de la rentabilidad anual del activo

$\frac{(D_1)}{A_0}$ y las ganancias netas de capital $a - P$. Si esta suma es superior a cero, se ha aumentado el poder real de compra del activo.

Modelo 3: Caso general de protección contra la inflación de activos del mercado bursátil para un período de años dado.

Reemplazando la ecuación (2) en la (1) se obtiene que:

$$A_t + \sum_{i=1}^{i=t} D_i (1 + r)^{t-i} \geq A_0 (1 + P)^t$$

Con base en esta forma se puede calcular para un período de t años si la adquisición del activo ha protegido al inversionista contra la inflación.

La tasa r depende del uso que el ahorrador haga de sus utilidades distribuidas: mantenerlas líquidas, reinvertirlas en acciones, consumirlas, o adquirir bienes que mantengan exactamente su valor real.

a) Los dividendos se mantienen en forma líquida.

En este caso el ingreso disponible proveniente de dividendos en el año t será la suma aritmética de los dividendos anuales. Se determinará el efecto de la inflación sobre el poder de compra del ahorrador analizando la siguiente forma más reducida:

$$A_t + \sum_{i=1}^{i=t} D_i \geq A_0 (1 + P)^t$$

b) Los dividendos se invierten en bienes que mantienen constante poder adquisitivo.

En este caso el rendimiento de las utilidades es por definición igual a la tasa de inflación. Por lo tanto: $r = P$ en la fórmula general.

c) Los dividendos se reinvierten en la adquisición de las acciones.

El individuo en este caso se protege contra la inflación, siempre que el número de acciones poseídas al final de cada período multiplicado por el precio vigente de la acción en este momento sea superior a: $A_0(1 + P)^t$. El número de acciones poseídas al final de cada período se halla de acuerdo con la siguiente fórmula:⁴

$$N_t = N_0 \prod_{i=0}^{i=t} \left(1 + \frac{D_i}{A_i} \right)$$

⁴ Esta relación se deriva formalmente en el anexo, cuadro 11.29.

CUADRO 11.5 – PROTECCION CONTRA LA INFLACION SEGUN HIPOTESIS ACERCA DE LA REINVERSION DE UTILIDADES

	Dividendos líquidos		Dividendos protegidos		Dividendos reinvertidos		Dividendos consumidos	
	con suscripciones	sin suscripciones	con suscripciones	sin suscripciones	con suscripciones	sin suscripciones	con suscripciones	sin suscripciones
1961 - 62/1969 - 70	1.33	1.20	1.62	1.46	2.31	1.99	1.80	1.53
1961 - 62/1965 - 66	1.00	0.93	1.10	1.02	1.10	1.02	1.14	1.02
1965 - 66/1969 - 70	1.81	1.66	1.90	1.74	2.34	2.09	2.02	1.81

d) Los dividendos se consumen en el mismo período en que se originan.

En este caso los ahorradores deciden consumir en vez de ahorrar. Por lo tanto, en términos monetarios, el ingreso disponible proveniente de dividendos en el período t será nulo. No por esta razón debe eliminarse el término de dividendos de la formulación original, puesto que los mismos individuos están dispuestos a sacrificar consumo presente por consumo futuro. La tasa r de interés a la cual ellos revelaron su preferencia por el consumo futuro en vez del consumo presente fue en efecto la tasa de rentabilidad total de la acción en el pasado, pues a esta tasa ellos estuvieron dispuestos a ahorrar. Se toma como tal valor la tasa promedio de dividendos.

En el cuadro 11.5 se presentan los cálculos de protección para los períodos (1961 - 1966), (1966 - 1970) y (1961 - 1970).

Según indica el modelo 3, los valores superiores a 1 muestran protección contra la inflación. El porcentaje por encima de la unidad indica la tasa de beneficios reales del inversionista en el período. En el caso de reinversión de dividendos, la tasa de rendimiento bruto real anual entre (1961 - 1970) es del 8%. Aún en el período de mayor inflación el ahorrador se protege contra la inflación, excepto en el caso en que los dividendos se mantuvieron en forma líquida (y sin tener en cuenta el efecto de la suscripción de acciones).

3. Política de dividendos e impacto sobre la protección ante la inflación.

Para analizar las causas de haber logrado una protección relativa ante la inflación, resulta conveniente investigar las determinantes de la oferta y demanda de acciones a la luz del proceso inflacionario.

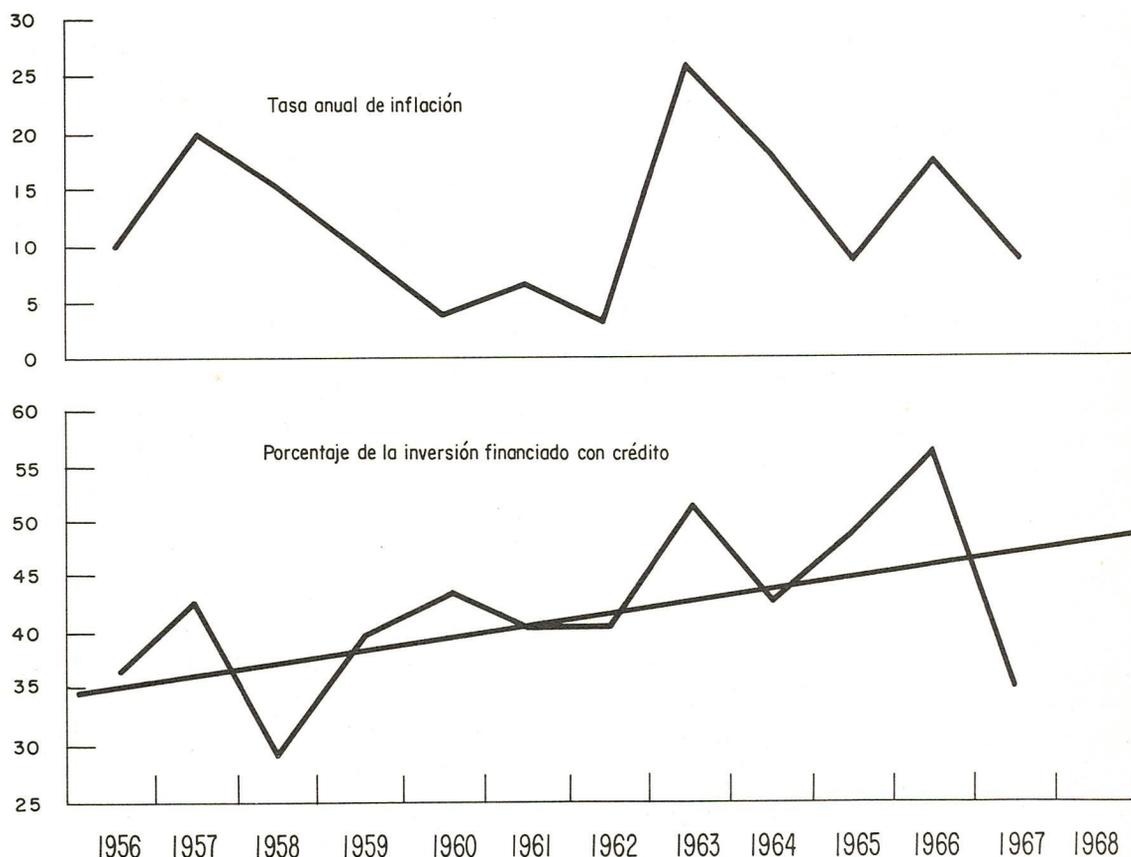
A. Política de financiación.

Una mayor recurrencia sobre la emisión de acciones como medio de financiar la inversión tendría como efecto una presión hacia abajo, de los precios de las acciones. Si la inflación tiene como origen un relajamiento del control monetario (incremento en las fuentes de crédito) el inversionista tenderá a aumentar relativamente su financiación por préstamos. Se espera que el inversionista utilice más las fuentes de crédito bancario y menos la emisión de capital. La mayor utilización de crédito amortigua la caída de los precios de las acciones, en comparación con las emisiones de acciones. La experiencia colombiana confirma tal comportamiento según se expresa en el gráfico 11.3.

En el gráfico 11.4 se explica cómo una inflación de origen monetario conlleva a incrementar el porcentaje financiado por fuentes externas o créditos.⁵

⁵ La base del presente análisis proviene de Ezra Solomon "The Theory of Financial Management", Columbia University Press, New York 1963, capítulos III a IX.

GRAFICO 11.3 – RELACION ENTRE FINANCIACION, CREDITO Y PRESIONES INFLACIONARIAS



Fuente: La información de precios proviene del Banco de la República. La información de financiación de varias fuentes. Ver anexo cuadro 11.30.

La función de costo promedio $F(K_0)$ presenta un mínimo principalmente por el hecho de que las fuentes internas de financiación son más costosas, además de que después de cierto nivel de endeudamiento la financiación por crédito se encarece. El efecto de la política monetaria —causa de la inflación— es hacer más crédito disponible a un bajo costo. Por esto el punto mínimo de la función se desplaza hacia la derecha y el empresario utiliza relativamente más crédito.⁶

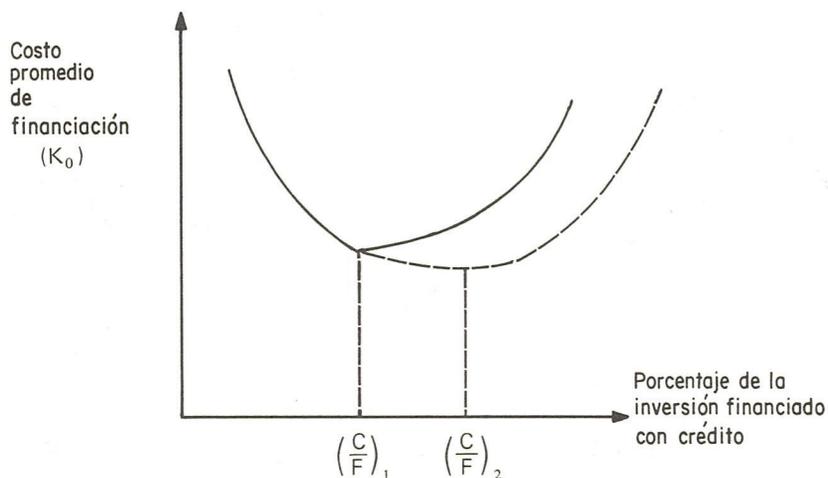
B. Política de dividendos.

La demanda por acciones depende de la tasa de dividendos, y de los precios relativos de las acciones respecto a otros activos. La tasa de dividendos puede depender del proceso inflacionario. Su manejo se denomina política de dividendos.

La literatura⁶ ilustra la existencia de dos escuelas de pensamiento respecto a la política de dividendos de las empresas. Una primera escuela sugiere que ésta es pasiva, y obedece a consideraciones de segunda prioridad por parte de las empresas: el empresario después de decidir el monto requerido de inversión procede a dividir la financiación entre

⁶ Ezra Solomon, op. cit. capítulo XI, págs. 139-144.

GRAFICO 11.4 – DETERMINACION DE LA FINANCIACION DE LA INVERSION A TRAVES DEL CREDITO



$F(K_0)$ = función de costo total de financiamiento.

$\left(\frac{C}{F}\right)$ = Porcentaje de la inversión que se debe financiar por crédito.

fuentes externas o internas. Según el monto de utilidades netas obtenidas, la empresa efectúa las asignaciones de utilidades retenidas requeridas, quedando como residuo las utilidades disponibles para ser distribuidas en forma de dividendos. Únicamente se recurre a emisiones nuevas de capital cuando las fuentes externas más la retención de utilidades no alcancen a financiar la inversión planeada. Las nuevas emisiones estarán inversamente relacionadas con los dividendos distribuidos. Además este modelo presenta poca fluctuación en relación con dividendos sobre utilidades totales.

Una segunda escuela supone que el inversionista desea estabilidad en sus ingresos y por lo tanto en sus dividendos por acción. Estos serán función de utilidades esperadas a largo plazo de la empresa y tienden a fluctuar poco, de año en año. Bajo estos supuestos el empresario utiliza sus utilidades retenidas para financiar su inversión como un residuo, después de decidir los dividendos por distribuirse. La relación entre reinversión de utilidades y utilidades totales será muy variable.

El cuadro 11.6 presenta un resumen de las políticas de dividendos de las sociedades anónimas inscritas en bolsa. Se calcula el porcentaje de dividendos sobre utilidades totales así como dos índices de dividendos.

En caso de inflación monetaria, el primer modelo de política de dividendos sugiere que la rentabilidad de las acciones aumenta, como resultado de incrementos en las utilidades distribuidas. La liberación en la política monetaria induce a que una más alta proporción de la inversión se financie mediante préstamos. En esta forma las utilidades residuales se incrementan, lo cual conlleva a mayores dividendos. Tanto la rentabilidad como los precios de las acciones tienden a incrementarse y el ahorrador se protegerá contra la inflación.

Bajo el segundo modelo de comportamiento, los dividendos serán independientes de la financiación externa de la empresa y de las utilidades repartibles que se acumulan en un período dado. Al no aumentar la rentabilidad tampoco lo harán los precios de las acciones. Por otro lado, el efecto sustitución causado por incremento de precios de acti-

CUADRO 11.6 – POLITICA DE DIVIDENDOS 1961 - 1970
(Porcentajes)

Años	Grupo de 13 sociedades de la Bolsa de Bogotá			Total Bolsa de Bogotá Utilidades distribuídas Utilidades totales
	Tasa de dividendos	Utilidades distribuídas Utilidades totales	Utilidades distribuídas Capital pagado	
	1	2	3	
1961	12.8	74.1	31.4	66.1
1962	11.8	67.0	31.6	61.4
1963	11.9	56.4	35.4	42.9
1964	11.4	67.7	36.5	59.8
1965	13.7	58.5	35.2	57.3
1966	14.3	61.1	35.8	54.9
1967	19.0	75.2	42.6	67.5
1968	12.8	86.0	42.4	69.8
1969	12.2	83.3	41.4	66.2
1970	11.6			

Fuente: Bolsa de Bogotá. Ver cuadros 11.15 a 11.22.

vos tales como finca raíz en comparación al de acciones, disminuirá la demanda y causará un efecto de desprotección ante la inflación.

En conclusión, en el caso colombiano la protección contra la inflación ha sido sólo parcial, ya que aunque la política de financiación de las empresas ha amortiguado la baja en los precios de las acciones, la política de dividendos ha sido neutral con respecto al proceso inflacionario.

IV. Movimiento de la bolsa y el sector externo.

1. *Objetivo.*

En forma correspondiente a la sección anterior, en éste se pregunta si el inversionista de la bolsa ha obtenido protección contra la devaluación o aumentos en la tasa de cambio de la economía.

Para ejecutar este análisis, se utiliza un modelo similar al presentado en la sección anterior y únicamente se sustituye el término P , tasa de inflación por δ , incremento porcentual anual en la tasa de cambio del dólar oficial y del dólar libre (negro desde 1967).

CUADRO 11.7 – PROTECCION CONTRA LA DEVALUACION

Período	Tasa oficial		Tasa libre	
	Con suscripciones	Sin suscripciones	Con suscripciones	Sin suscripciones
1961 - 1962	1.62	1.38	1.79	1.54
1969 - 1970	1.22	1.10	1.03	0.92
1965 - 1966	1.76	1.57	2.38	2.25
1969 - 1970				

2. Modelo para determinar si los activos del mercado bursátil se han protegido contra la devaluación.

La condición general de protección contra los incrementos en la tasa de cambio está dada por:

$$A_t + \sum_{i=1}^t D_i (1+r)^{t-i} \geq A_0 (1+\delta)^t$$

donde, de nuevo:

A_t = Precio de mercado de la acción en el año t .

D_i = Dividendos de la acción en el período i .

A_0 = Precio inicial de la acción.

δ = Tasa equivalente anual de devaluación.

r = Tasa de rendimiento de los dividendos.

El cuadro 11.7 presenta un resumen sobre la protección del inversionista contra la devaluación. Se supone como alternativa de rendimiento de dividendos (r), la tasa de dividendos en valores bursátiles. Este valor se tomó como de rendimiento medio de las trece acciones más importantes de la bolsa durante cada período. El valor δ (tasa de devaluación) se calculó en base a la cotización del dólar libre y el dólar oficial para cada período, según el caso.

Los valores mayores a la unidad indican protección contra la tasa de cambio, o sea que le inversionista aumentó su poder de compra en términos de bienes extranjeros.

Únicamente en el período (1961-1962/1965-1966) resultó más rentable invertir en divisas del mercado libre que en el mercado bursátil. (Sin tener en cuenta el efecto de las suscripciones de acciones sobre su rentabilidad).

El cuadro anterior señala que el ahorrador obtuvo protección contra el riesgo de cambio en el período 1961-1970. Se indica además que esta protección fue menor en el primer quinquenio que en el segundo, debido a que la tasa de devaluación fue superior al incremento en los precios de las acciones.

Bajo estas circunstancias, se hicieron en este período relativamente más rentables los activos cuyo valor fluctúa con la tasa de cambio. Estos son de dos tipos: Divisas e inventarios especulativos.⁷

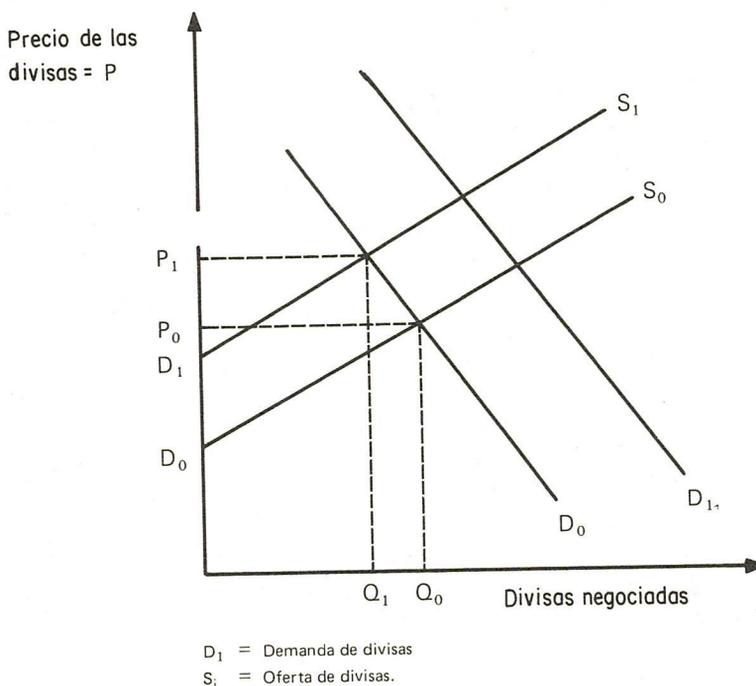
3. Demanda especulativa de divisas.

El objeto de esta parte es el análisis de la sustitución entre la inversión en bolsa y el mercado especulativo de divisas. Dado que no existe información sobre la cantidad de dólares negociados en el mercado libre (negro desde 1967), resulta necesario construir un índice de la presión de demanda en este mercado para compararlo con el volumen real de transacciones en la bolsa.

Para el período (1961-1965) se tiene información sobre las ventas del Banco de la República en el mercado libre de divisas, así como de la cotización del dólar oficial y libre. Desde abril de 1965 el Banco dejó de intervenir en tal mercado. En 1967 el mercado libre se eliminó, pero surgió un mercado negro del cual se obtuvieron cotizaciones.

⁷ Musalem, op. cit., sección III efectúa estimativos sobre la magnitud de tales inventarios para el período (1950 - 1967).

GRAFICO 11.5 – DEMANDA ESPECULATIVA DE DIVISAS



Las ventas del Banco tenían como objeto mantener dentro de un rango el precio de la divisa en el mercado. Esta presión sobre la oferta no permite utilizar la diferencia de los precios en la cotización de ambos tipos de divisas como índice de demanda, tal como se utilizará en el análisis del resto de la década.

Del gráfico 11.5 se deriva que la diferencia entre la cotización de la divisa en ambos mercados puede utilizarse bajo ciertos supuestos como índice de la presión de demanda en este mercado.

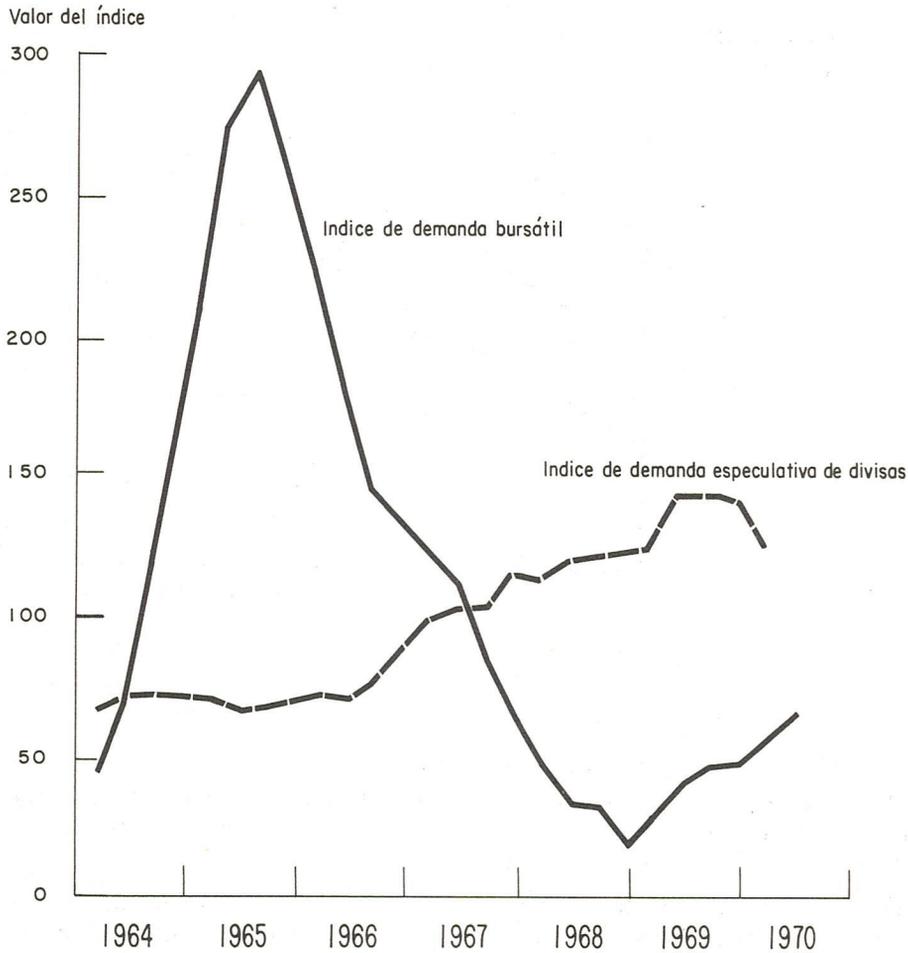
Si la tasa de cambio oficial está por debajo de su valor real de escasez o precios sombra, surge un mercado negro de divisas.

Un aumento en la cotización del dólar oficial (D) reduce la oferta (s) de dólares en el mercado libre (o negro). El precio del dólar oficial coincide con la intersección de la oferta de dólares libres y el eje vertical, debido a que a precios inferiores a la cotización oficial nadie está dispuesto a vender en el mercado libre. En esta forma para una demanda dada (D_i), siempre debe existir una diferencia *normal* entre el dólar libre y el oficial, la que estaría dada por $(OP_1) (OD_1)$, cualquier diferencia superior a este nivel es indicativa de incrementos en la demanda por dólares especulativos.

El gráfico 11.6 describe que el período (1964-1970) existió una relación inversa entre la demanda por activos bursátiles y dólares especulativos. Se concluye que la Resolución No. 2 de enero de 1971 de la Junta Monetaria, por medio de la cual se permite la adquisición de papeles que varían con la cotización del dólar oficial es una medida acertada para evitar la desviación de ahorro hacia actividades improductivas.⁸

⁸ Se hace referencia a la última disposición dictada al respecto. Con anterioridad se habían ya dictado las Resoluciones números 33, de mayo 13 de 1970 y 39, de junio 10 del mismo año, relacionadas con la emisión de dichos títulos.

GRAFICO 11.6 – INDICADORES DE DEMANDA POR DIVISAS Y VALORES BURSATILES, 1964 - 1970



Fuente: Banco de la República. Ver cuadros 11.31 y 11.32.

V. Composición de la demanda en el mercado bursátil.

1. Objetivo.

En las secciones anteriores se ha hecho referencia a acciones como única determinativa de inversión en el mercado bursátil. Sin embargo, en el mercado colombiano se negocian papeles de renta fija, entre los cuales sobresalen los bonos de gobierno, el certificado de abono tributario y las cédulas del Banco Central Hipotecario.⁹

El objeto de la presente sección es analizar los cambios en la composición de la demanda por los diferentes papeles transados en la bolsa en épocas de presiones inflacionarias y en épocas de crisis en la balanza de pagos. Específicamente se busca analizar la hipótesis

⁹ Las cédulas del Banco Central Hipotecario dejaron de negociarse en bolsa desde 1968.

CUADRO 11.8 – TRANSACCIONES EN LA BOLSA Y MOVIMIENTO DEL MERCADO LIBRE DE DIVISAS 1961 - 1965

Año	Ventas ¹ Banco República (millones de US\$)	Transacciones reales Bolsa de Bogotá	Diferencia entre cotización dólar libre y oficial a precio de 1968.
1961	35	434	1.60
1962	9	694	2.23
1963	88	597	1.00
1964	55	623	1.42
1965	35	633	6.64

Fuente: Cuadros 11.31 y 11.32.

¹ Ver *Memoria de Hacienda* 1966 - 1970.

de que en épocas de inflación el ahorrador traslada sus fondos de papeles de renta fija a aquellos de rendimiento variable.¹⁰

Para este efecto se calcula la rentabilidad neta real de estos papeles y se compara con la de las acciones. Finalmente se describe el comportamiento relativo de las transacciones en bolsa de estos tipos de papeles.

2. Rentabilidad real de algunos papeles.

A. Cédulas del Banco Central hipotecario.

Las cédulas del B.C.H. son valores de renta fija, exentos de impuestos, y con un período de maduración de 20 años. Para computar la tasa interna de retorno de dicho papel se suponen los siguientes valores:

r = Tasa bruta interna anual de retorno monetario.

r' = Tasa bruta interna anual de retorno real.

V_0 = Valor de compra de la cédula = 86 pesos.

V_n = Valor nominal de la cédula = 100 pesos.

R = Renta constante anual = 7 pesos (1961 - 1968);
9.50 pesos (1968 - 1970).

n = Período de maduración = 20 años.

t = Número de años durante los cuales el ahorrador mantiene la cédula en su poder (5 y 9 años).

De acuerdo con lo anterior, se tiene que:

$$V_0 = \left[\sum_{i=1}^{i=t} \frac{R}{(1+r)^i} \right] + \frac{V_0 \left[1 + \frac{V_n - V_0}{V_0} \right]^{t/n}}{(1+r)^t}$$

Con base a la información y fórmula anteriores, se calcularon las siguientes tasas brutas de retorno anuales:

¹⁰ Adler, Robert, *The Organized Financial Markets of Colombia*, tesis doctoral para la Universidad de Oregón, 1965.

CUADRO 11.9 – TASAS BRUTAS DE RETORNO DE LAS CEDULAS DEL B.C.H.
(Porcentajes)

Período	Tasa de rendimiento monetario: r	Tasa de rendimiento real: r'
1961 - 92/1965 - 66	8.8	- 3.2
1965 - 66/1969 - 70	10.2	+ 3.2
1961 - 62/1969 - 70	9.14	- 0.86

CUADRO 11.10 – TASAS BRUTAS DE RETORNO DE LOS BONOS DE DESARROLLO
ECONOMICO (CLASE B)
(Porcentajes)

Período	Tasa de rendimiento monetario: r	Tasa de rendimiento real: r'
1961 - 62/1965 - 66	9.6	- 2.4
1965 - 66/1969 - 70	13.6	+ 6.6
1961 - 62/1969 - 70	10.1	+ .1

B. Bonos de desarrollo económico (Clase "B").

Estos bonos, emitidos por el gobierno, con período de madurez de 10 años, son exentos de impuestos y tienen el atractivo especial de jugar en sorteos periódicos por medio de los cuales el ahorrador puede recuperar el valor nominal antes de la maduración del papel. La ganancia del ahorrador, en caso de salir favorecido en alguno de los sorteos, es la diferencia entre el valor nominal y el valor de compra del bono, en un período menor al de la madurez del mismo.

Para el cálculo de las rentabilidades internas brutas de este papel, se tienen los siguientes valores:

$$V_0 = 95 \text{ pesos}$$

$$V_n = 100 \text{ pesos}$$

$$R = 8.5 \text{ pesos (1961 - 1967) y } 11 \text{ pesos (1968 - 1970).}$$

La fórmula utilizada en este caso es la siguiente:

$$V_0 = \sum_{i=1}^t \frac{R}{(1+r)^i} + \frac{1}{n} \left[\sum_{i=1}^t \frac{V_n - V_0}{(1+r)^i} \right] + \frac{V_0}{(1+r)^t}$$

Con base en esta relación se calcularon las tasas brutas que aparecen en el cuadro 11.10.

C. Certificados de abono tributario (CAT).

El certificado de abono tributario es un instrumento creado en 1967 para reemplazar las exenciones tributarias vigentes como incentivos a las exportaciones menores. El Banco de la República entrega al exportador certificados por valor del 15% de reintegro de las exportaciones menores que realice. Es un documento exento de toda clase de impuestos; su plazo de vencimiento fue inicialmente de un año y se redujo a 9 meses en noviembre de 1970. El rendimiento del CAT se determina por el descuento al cual se negocie. Su

CUADRO 11.11 – RENTABILIDAD ANUAL DEL CAT
(Porcentajes)

Período	Rentabilidad monetaria	Rendimiento real
1967	37.2	28.4
1968	19.1	11.6
1969	17.0	10.0
1970	16.5	9.8

Fuente: (1967 - 1969) D.N.P.; 1970 *Revista Banco de la República*.

oferta depende no solo de dicho descuento, sino también de la cuantía de las exportaciones menores realizadas.

La rentabilidad del CAT fue inicialmente bastante alta, debido al poco conocimiento por parte del público inversionista del nuevo papel. La reducción del plazo de los certificados ocasiona una disminución del 25% del monto en circulación, lo cual debe, en ausencia de incrementos en las exportaciones, reducir un tanto su rentabilidad.

El cuadro 11.11 muestra la rentabilidad anual del CAT desde su primer año de emisión.

3. Exención de impuestos.

Los ingresos provenientes de los instrumentos gubernamentales de renta fija son exentos del impuesto a la renta (y complementarios). Por esta razón la comparación entre su rentabilidad neta, y la de las acciones debe hacerse con base en los ingresos, después de impuestos, del poseedor de papeles de renta variable. Para tal efecto se supondrán dos tipos de individuos, con tasas marginales de impuestos de 25% y 50%.

CUADRO 11.12 – RENTABILIDAD NETA ANUAL REAL DE ACTIVOS BURSATILES
(Porcentajes)

Período	Acciones (Utilidades líquidas)				Cédulas del Banco Central Hipotecario	CAT ¹	Bonos de desarrollo económico
	Con efecto de suscripciones Tasa impositiva		Sin efecto de suscripciones Tasa impositiva				
	25%	50%	25%	50%			
1961 - 62/65 - 66	0.	- 3.4	- 1.1	- 4.3	- 3.2	-	- 2.4
1965 - 66/69 - 70	+ 15.3	+ 11.5	+ 13.5	+ 10.1	+ 3.2	+ 10.5	+ 6.6
1961 - 62/69 - 70	+ 8.2	+ 4.6	+ 6.9	+ 3.8	- 0.86	-	+ 0.1

¹ Comprende solamente período 1968/70.

El cuadro 11.12 señala que en el período (1961 - 1970) la rentabilidad promedio neta real de las acciones fue superior a la de los papeles de rendimiento fijo. En el período más inflacionario (1961 - 1966) tales rentabilidades fueron negativas para ambos tipos de activos, aunque los papeles de renta fija fueron más rentables para los ahorradores de tasas marginales de impuestos más altos.

En el segundo quinquenio de la década las rentabilidades se tornaron positivas para los dos tipos de papeles, aunque en términos relativos aumentó la rentabilidad de acciones.

CUADRO 11.13 – VALOR EFECTIVO DE LAS TRANSACCIONES EN BONOS, CEDULAS, CATS, Y ACCIONES 1961 - 1970
(Millones de pesos corrientes)

Año	Acciones	Bonos y cédulas	CATS	Otros ³	Total	Acciones como % del total
1961	161.9	145.9	—	—	307.9	.53
1962	211.4	161.7	—	—	373.0	.57
1963	206.9	197.3	—	2.2	460.4	.57
1964	357.9	189.5	—	5.1	552.5	.65
1965	302.5	178.3	—	32.5	513.3	.59
1966	287.6	142.6	—	42.4	472.6	.61
1967	472.1	223.2	6.1	32.2	733.7	.64
1968	610.8	161.7 ¹	165.4	7.4	245.2	.65
1969	836.9	161.8	297.5	8.1	1.304.2	.64
1970 ²	880.0	284.8	323.5	4.0	1.482.3	.59

Fuente: *Revista del Banco de la República*.

¹ Las cédulas del Banco Central Hipotecario dejaron de negociarse en bolsa desde 1968.

² Estimativo Fedesarrollo.

³ Incluye: letras de cambio, certificados de la Ley 83 de 1962 y unidades Fondo Grancolombiano.

4. Composición de las transacciones.

A continuación se presenta el cuadro 11.13, en el cual se detallan las transacciones en la Bolsa de Bogotá, según el tipo de papeles. Se observa que el porcentaje de transacciones en acciones se ha mantenido relativamente estable, aunque en el segundo quinquenio se incrementó la importancia relativa de las acciones posiblemente a causa de que, desde 1968, las cédulas se dejaron de negociar en bolsa.

Los cambios en los dividendos de los papeles de renta fija, la introducción de nuevos papeles (i.e. CAT) y la eliminación de papeles antiguamente negociados en bolsa (i.e. cédulas del Banco Central Hipotecario) distorsionan todo análisis empírico que pretenda buscar si en épocas inflacionarias el ahorrador obtiene mayor protección relativa con acciones. En el caso colombiano se observó una mayor demanda relativa de acciones en épocas no inflacionarias dado que su rentabilidad relativa se incrementó en este período.

CUADRO 11.14 – TASAS MARGINALES MINIMAS DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA QUE HICIERON MAS RENTABLE LA INVERSION EN PAPELES DE RENTA FIJA (1961 - 1966)¹

Incluyendo efecto de suscripciones		Sin incluir efecto de suscripciones	
Bonos de desarrollo económico	Cédulas Banco Central Hipotecario	Bonos de desarrollo económico	Cédulas Banco Central Hipotecario
43%	48%	35%	31%

¹ Para el período 1965 - 1970 y para la década en su totalidad, la tasa marginal mínima de impuestos debería haber sido superior a 52 % para que fuera más rentable la inversión en papeles de renta fija.

Con base en la información disponible se calculó el cuadro 11.14, en el cual se observa que las exenciones de impuestos en los papeles de renta fija benefician a los ahorradores de mayores ingresos. Tal medida va en contra de una política de redistribución del ingreso, y hace difícil, por otra parte, la colocación en el mercado de papeles privados de renta fija.

VI. Anexo.

CUADRO 11.15 – PRECIOS DE TRECE ACCIONES INSCRITAS EN LA BOLSA DE BOGOTA, 1961 - 1970
(Pesos por acción)

Entidad	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Banco Bogotá	21.64	24.45	24.79	25.38	22.65	20.85	21.82	24.98	29.62	30.04
Banco Colombia	18.65	21.95	22.89	27.30	23.67	21.27	22.41	26.25	30.48	31.74
Banco Ind. Col.	9.71	11.66	11.21	11.73	10.78	9.39	10.10	13.38	18.89	19.12
Banco Comercial A.	25.98	27.47	28.66	29.65	26.75	24.20	26.11	29.80	35.14	34.81
Bavaria	4.46	5.36	6.04	6.39	5.57	5.25	5.57	6.15	5.32	5.45
Avianca	2.59	2.86	2.95	4.75	3.83	3.65	4.02	4.69	5.23	4.64
C. Diamante	9.05	7.77	7.28	9.50	7.20	6.03	7.64	8.90	9.54	9.07
C. Samper	17.58	17.34	17.23	21.86	18.06	20.14	24.60	32.11	58.43	81.74
Coltejer	10.09	10.50	10.88	12.26	11.29	10.52	12.54	14.64	21.35	22.46
Fabricato	21.74	24.44	25.43	26.50	22.41	22.17	26.03	31.31	48.50	54.92
Colseguros	12.90	13.17	13.53	16.21	15.38	13.96	16.32	18.20	28.89	37.98
Suramericana	12.10	12.19	12.71	17.47	19.43	17.90	19.58	51.96	78.66	80.80
Coltabaco	13.68	14.31	15.68	16.28	15.14	13.29	14.10	17.61	24.44	29.05
Ponderado	11.25	12.97	13.04	14.21	12.68	11.68	12.75	14.64	18.91	20.18

Fuente: Precios medios de acuerdo a la *Revista Banco de la República*.

La información de 1970 solo cubre enero - septiembre.

La ponderación se hizo según el capital pagado de la empresa.

CUADRO 11.16 – DIVIDENDOS ANUALES POR ACCION, PAGADOS POR TRECE EMPRESAS
INSCRITAS EN LA BOLSA, 1961 - 1970
(Pesos por acción)

Entidad	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Banco Bogotá	2.80	2.93	3.00	3.00	3.10	3.26	3.56	3.60	3.60	3.60
Banco Colombia	2.50	2.79	2.92	3.21	3.24	3.48	3.60	3.60	3.60	3.96
Banco Ind. Col.	1.17	1.44	1.44	1.44	1.44	1.52	1.68	1.92	2.14	2.16
Banco Comercial A.	3.36	3.36	3.50	3.60	3.60	3.80	4.20	4.20	4.20	4.20
Bavaria	0.57	0.54	0.69	0.72	0.77	0.83	0.96	0.96	0.78	0.72
Avianca	0.36	0.61	0.50	0.54	0.60	0.73	0.69	0.72	0.72	0.72
C. Diamante	0.86	0.78	0.84	0.96	1.07	1.08	1.22	1.26	1.26	1.32
C. Samper	2.34	1.80	1.80	2.00	2.14	2.52	3.04	3.32	3.66	4.12
Coltejer	1.20	1.20	1.30	1.42	1.44	1.54	1.76	1.80	2.00	2.04
Fabricato	2.36	2.60	2.84	2.98	3.00	3.14	3.44	3.72	5.24	4.52
Colseguros	2.40	2.10	2.22	2.90	2.90	3.11	3.47	4.18	3.68	3.90
Suramericana	1.42	1.44	1.53	1.74	1.98	2.31	2.58	3.48	3.24	4.08
Coltabaco	1.68	1.68	1.88	1.92	1.92	2.01	2.04	2.31	2.58	2.64
Ponderado	1.42	1.47	1.56	1.65	1.70	1.82	2.00	2.07	2.08	2.10

CUADRO 11.17 – GANANCIAS* POR SUSCRIPCIÓN¹ DE ACCIONES DE TRECE EMPRESAS INSCRITAS EN LA BOLSA DE BOGOTÁ, 1961 - 1970
(Pesos por acción)

Entidad	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Banco de Bogotá	.93	1.03	—	1.34	.44	.55	.21	—	1.09	.76
Banco Colombia	.27	—	.38	.80	—	.34	—	.81	1.94	—
Banco Ind. Col.	—	.33	—	.15	—	—	—	.22	.97	.53
Banco Comercial A.	.40	.87	—	.93	—	—	.53	1.20	—	1.20
Bavaria	.05	.06	.10	—	.20	.25	—	—	—	—
Avianca	—	.04	—	.75	.06	—	.26	.45	.08	—
C. Diamante	.65	.15	—	—	—	—	—	—	—	—
C. Samper	.45	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Coltejer	.16	—	—	.33	—	.30	.20	1.16	.63	—
Fabricato	—	—	—	.27	—	—	.30	.80	1.88	—
Colseguros	.83	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Suramericana	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Coltabaco	—	—	—	—	.27	.19	.11	—	.77	2.26

Fuente: Bolsa de Bogotá, boletines anuales y cuadro 11.15.

¹ Calculadas como la diferencia entre el precio medio de la acción y el precio de suscripción de la misma, y multiplicada por el % de emisión.

* Por acción.

CUADRO 11.18 – DIVIDENDOS ANUALES POR ACCION, AJUSTADOS POR GANANCIA DE SUSCRIPCIÓN, DE TRECE EMPRESAS, 1961 - 1970
(Pesos por acción)

Entidad	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Banco Bogotá	3.73	3.96	3.00	4.34	3.54	3.81	3.77	3.60	4.69	4.36
Banco Colombia	2.77	2.79	4.30	4.01	3.24	3.82	3.60	4.41	5.54	3.96
Banco Ind. Col.	1.17	1.77	1.44	1.59	1.44	1.52	1.68	2.14	3.11	2.69
Banco Comercial A.	3.76	4.23	3.50	4.53	3.60	3.80	4.73	5.40	4.20	5.40
Bavaria	0.62	0.60	0.79	0.72	0.97	1.08	0.96	0.96	0.78	0.72
Avianca	0.36	0.65	0.50	1.29	0.66	0.73	0.95	1.17	0.80	0.72
C. Diamante	1.51	.93	0.84	.96	1.07	1.08	1.22	1.26	1.26	1.32
C. Samper	2.79	1.80	1.80	2.00	2.14	2.52	3.04	3.32	3.66	4.12
Coltejer	1.36	1.20	1.30	1.75	1.44	1.84	1.96	2.96	2.63	2.04
Fabricato	2.36	2.60	2.84	3.25	3.00	3.14	3.74	4.52	7.12	4.52
Colseguros	3.23	2.10	2.22	2.90	2.90	3.11	3.47	4.18	3.68	3.90
Suramericana	1.42	1.44	1.53	1.74	1.98	2.31	2.58	3.48	3.24	4.08
Coltabaco	1.68	1.68	1.88	1.92	2.19	2.20	2.15	2.31	3.35	4.90
Ponderado	1.65	1.69	1.71	2.01	1.84	2.04	2.12	2.41	2.51	2.40

Fuente: Cuadros 11.16 y 11.17.

CUADRO 11.19 – PATRIMONIO DE TRECE COMPAÑIAS, 1961 - 1969.
(Millones de pesos)

Entidad	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Banco Bogotá	181.5	229.9	295.6	172.3	228.1	275.0	277.2	420.4	394.2
Banco Colombia	105.5	123.2	134.6	254.0	243.5	228.3	230.7	262.9	352.3
Banco Ind. Col.	41.5	55.3	57.6	70.6	70.9	75.8	81.2	103.9	131.1
Banco Comercial A.	128.2	158.9	169.5	183.4	211.2	267.3	333.7	437.8	335.0
Bavaria	559.9	571.6	722.11	787.7	982.4	1.332.3	1.501.2	1.617.1	2.069.6
Avianca	73.4	85.0	106.4	151.1	217.0	254.8	431.8	409.9	547.1
C. Diamante	64.5	55.2	65.4	85.9	119.2	93.4	112.9	121.2	126.6
C. Samper	60.3	94.0	109.8	125.0	155.9	168.2	187.1	195.4	214.9
Coltejer	287.3	291.8	316.0	366.3	478.1	592.0	679.4	681.0	820.4
Fabricato	187.6	211.9	240.7	239.7	256.6	297.0	351.4	429.1	673.7
Colseguros	147.4	164.9	166.9	214.9	227.4	240.7	291.1	243.4	298.3
Suramericana	47.0	56.7	62.1	70.4	55.0	81.4	69.4	97.3	134.5
Coltabaco	163.2	171.2	184.5	211.1	245.3	293.1	336.2	357.8	435.9
Total	2.047.3	2.269.6	2.631.2	2.932.4	3.490.6	4.199.3	4.883.3	5.377.2	6.533.6

Fuente: Bolsa de Bogotá.

CUADRO 11.20 – UTILIDADES REPARTIDAS COMO DIVIDENDOS¹, 1961 - 1969
(Millones de pesos)

Entidad	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Banco Bogotá	14.8	18.3	21.0	22.5	28.5	34.0	43.7	57.6	68.5
Banco Colombia	11.2	13.8	16.7	22.7	24.8	27.2	30.8	34.9	40.7
Banco Ind. Col.	3.6	4.2	5.7	5.7	6.4	6.5	8.1	11.3	16.7
Banco Comercial A.	10.6	12.8	18.8	22.0	27.1	30.6	39.5	46.1	53.2
Bavaria	51.4	61.5	76.8	87.1	94.4	127.7	218.6	218.6	164.0
Avianca	2.2	3.8	4.3	6.8	10.8	14.7	17.8	20.7	43.3
C. Diamante	4.9	5.3	5.4	6.2	6.7	6.9	7.7	8.0	8.1
C. Samper	5.8	4.6	4.5	5.6	5.4	6.0	7.6	8.4	9.1
Coltejer	37.2	39.6	42.6	49.4	52.0	62.1	77.8	94.1	121.2
Fabricato	17.4	20.6	25.5	28.5	29.1	30.4	34.3	41.0	54.5
Colseguros	12.8	12.7	13.7	15.1	16.4	19.8	22.4	24.9	26.9
Suramericana	3.4	3.5	3.7	4.3	4.9	5.5	6.3	6.9	7.0
Coltabaco	24.2	24.2	27.1	27.7	29.5	35.0	38.0	47.4	44.0
Total	199.5	224.9	265.8	303.6	336.0	406.5	552.6	619.9	658.0

Fuente: Bolsa de Bogotá.

¹ Incluye dividendos extraordinarios.

CUADRO 11.21 – CAPITAL PAGADO DE TRECE SOCIEDADES, 1961 - 1969
(Millones de pesos)

Entidad	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Banco Bogotá	58.9	69.8	70.0	82.6	103.0	110.7	140.9	172.2	195.3
Banco Colombia	44.2	44.4	54.0	68.9	68.9	76.1	78.5	90.0	110.4
Banco Ind. Col.	25.8	37.9	39.6	41.6	45.0	45.0	45.0	59.2	74.4
Banco Comercial A.	45.0	63.4	67.5	88.1	100.4	100.6	125.7	158.1	158.2
Bavaria	250.0	275.0	302.5	302.5	370.3	510.7	569.4	569.4	569.4
Avianca	15.0	16.5	18.1	36.3	49.4	51.9	76.5	118.1	157.5
C. Diamante	15.0	15.2	16.0	16.0	16.0	15.9	16.0	15.9	15.9
C. Samper	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	026.5	26.5	26.5
Coltejer	81.9	82.0	82.0	90.2	90.2	107.9	119.1	148.1	163.5
Fabricato	21.8	22.2	22.8	24.2	24.2	24.2	26.6	29.8	34.9
Colseguros	9.4	10.0	10.8	11.9	13.1	14.4	16.0	17.8	20.0
Suramericana	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
Coltabaco	36.0	36.0	36.0	36.0	40.5	46.2	51.0	51.3	57.5
Total	635.5	704.9	751.8	830.8	953.5	1.136.1	1.297.2	1.462.4	1.589.5

Fuente: Bolsa de Bogotá. Se refiere a capital pagado a diciembre 31.

CUADRO 11.22 – UTILIDADES NETAS DE TRECE SOCIEDADES, 1961 - 1969
(Millones de pesos)

Entidad	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Banco Bogotá	16.5	22.9	24.91	29.9	36.0	47.5	51.5	65.5	72.2
Banco Colombia	16.1	16.4	20.2	25.6	25.9	33.3	32.4	39.9	52.1
Banco Ind. Col.	6.5	7.2	7.0	7.7	8.4	10.0	12.8	13.6	20.0
Banco Comercial A.	13.1	17.1	20.2	27.4	31.0	35.2	40.6	54.6	59.0
Bavaria	71.5	103.1	205.8	156.5	240.6	250.1	263.2	139.4	165.7
Avianca	7.3	8.1	11.0	13.5	16.2	23.6	34.3	45.0	60.5
C. Diamante	6.8	9.1	9.0	10.8	10.6	12.8	12.3	11.0	12.3
C. Samper	7.4	7.3	9.6	10.3	10.4	12.3	13.6	17.7	19.2
Coltejer	45.6	52.4	67.6	66.0	82.6	112.1	116.3	149.3	162.4
Fabricato	32.3	35.3	41.7	35.4	40.9	53.4	67.2	79.4	87.1
Colseguros	14.1	15.6	17.8	19.5	23.2	26.1	28.8	32.3	41.2
Suramericana	4.5	4.7	5.3	6.3	11.2	8.9	8.4	9.7	11.7
Coltabaco	27.2	32.9	33.5	37.2	42.7	39.9	52.4	65.1	70.6
Total	268.9	332.1	473.7	446.1	579.7	665.2	733.8	722.5	794.0

Fuente: Bolsa de Bogotá.

CUADRO 11.23 – RENDIMIENTO DE TRECE ACCIONES INSCRITAS EN LA BOLSA DE BOGOTÁ¹ 1961 - 1970

Entidad	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Banco Bogotá	0.13	0.12	0.12	0.12	0.14	0.08	0.16	0.14	0.12	0.12
Banco Colombia	0.13	0.13	0.13	0.12	0.14	0.16	0.16	0.14	0.12	0.12
Banco Ind. Col.	0.12	0.12	0.13	0.12	0.13	0.16	0.17	0.14	0.11	0.11
Banco Comercial A.	0.13	0.12	0.12	0.12	0.13	0.16	0.16	0.14	0.12	0.12
Bavaria	0.13	0.11	0.11	0.11	0.14	0.14	0.12	0.12	0.14	0.13
Avianca	0.14	0.19	0.17	0.11	0.16	0.20	0.17	0.15	0.14	0.16
C. Diamante	0.10	0.10	0.12	0.08	0.15	0.18	0.16	0.14	0.13	0.07
C. Samper	0.13	0.10	0.10	0.09	0.12	0.13	0.12	0.10	0.06	0.05
Coltejer	0.12	0.11	0.12	0.12	0.13	0.15	0.14	0.12	0.09	0.09
Fabricato	0.11	0.11	0.11	0.11	0.13	0.14	0.13	0.12	0.11	0.08
Colseguros	0.19	0.17	0.17	0.17	0.15	0.17	0.18	0.16	0.09	0.10
Suramericana	0.12	0.12	0.12	0.10	0.10	0.13	0.13	0.07	0.04	0.05
Coltabaco	0.12	0.12	0.12	0.12	0.13	0.15	0.14	0.13	0.11	0.09
Promedio ponderado X 100	12.8	11.8	11.9	11.4	13.7	14.3	14.0	12.8	12.22	11.6

Fuente: Cuadros 11.15 y 11.16.

¹ Rendimiento medido anualmente como cociente de dividendos pagados sobre precios promedio de la acción.

CUADRO 11.24 – RENDIMIENTO DE TRECE ACCIONES INSCRITAS EN LA BOLSA DE BOGOTÁ INCORPORANDO EL EFECTO DE LAS SUSCRIPCIONES, 1961 - 1970

Entidad	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Banco Bogotá	0.17	0.16	0.12	0.17	0.16	0.18	0.17	0.14	0.16	0.15
Banco Colombia	0.15	0.13	0.18	0.15	0.14	0.18	0.16	0.17	0.18	0.13
Banco Ind. Col.	0.12	0.15	0.13	0.14	0.13	0.16	0.17	0.16	0.16	0.14
Banco Comercial A.	0.14	0.15	0.12	0.15	0.13	0.16	0.18	0.18	0.12	0.16
Bavaria	0.14	0.11	0.13	0.11	0.17	0.20	0.12	0.12	0.15	0.13
Avianca	0.14	0.22	0.17	0.17	0.17	0.20	0.23	0.25	0.15	0.16
C. Diamante	0.17	0.12	0.12	0.08	0.12	0.18	0.16	0.14	0.13	0.15
C. Samper	0.16	0.10	0.10	0.09	0.15	0.13	0.12	0.10	0.06	0.05
Coltejer	0.13	0.11	0.12	0.14	0.13	0.17	0.16	0.20	0.12	0.09
Fabricato	0.11	0.11	0.11	0.12	0.13	0.14	0.14	0.14	0.15	0.08
Colseguros	0.25	0.17	0.17	0.17	0.15	0.17	0.18	0.16	0.09	0.10
Suramericana	0.12	0.12	0.12	0.10	0.10	0.13	0.13	0.07	0.04	0.05
Coltabaco	0.12	0.12	0.12	0.12	0.14	0.17	0.15	0.13	0.14	0.17
Promedio ponderado X 100	14.2	12.9	13.1	13.0	15.2	18.2	14.9	14.9	14.2	13.0

CUADRO 11.25 – INFORMACION CORRESPONDIENTE AL TOTAL DE EMPRESAS INSCRITAS EN LA BOLSA
1961 - 1969
(Millones de pesos)

Variable	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Dividendos pagados	352.9	380.6	455.6	530.6	587.3	676.3	872.5	1.020.9	1.151.7
Utilidades netas	534.2	620.1	1.061.6	887.9	1.025.8	1.227.5	1.291.8	1.426.9	1.739.2
Patrimonio	5.414.9	5.384.5	5.971.3	6.252.8	7.615.2	9.139.7	10.471.0	11.936.1	14.670.6
Transacciones totales	307.4	373.0	460.9	552.5	513.3	472.6	733.7	995.2	1.304.2
Transacciones en acciones	161.9	211.3	260.9	357.9	302.4	287.6	472.1	610.8	842.9

Fuente: Bolsa de Bogotá.

CUADRO 11.26 – TRANSACCIONES EN FINCA RAIZ Y PROTECCION ANTE LA INFLACION

Año	Indice nacional de precios P	Indice de valor de transacciones en finca raíz F	Aumento porcentual anual en índice de precios ΔP	Aumento porcentual en índice de transacciones ΔF	Indice de expectativas de inflación ¹ ΔP^A	Indice de transacciones ajustado ΔF^A
1956	70.2	72.0	10	11	11	11
1957	85.1	82.0	21	14	16	16
1958	100.0	100.0	17	22	16	23
1959	109.6	133.9	10	34	10	25
1960	114.2	157.8	4	18	7	23
1961	121.7	185.0	7	17	5	14
1962	124.9	199.3	3	8	12	19
1963	157.7	262.8	26	32	16	20
1964	185.3	315.1	18	20	17	20
1965	200.6	344.6	8	9	14	11
1966	235.5	361.2	17	5	11	9
1967	251.6	411.0	7	14	10	9
1968	269.9	445.0	7	8	7	8
1969						

Fuente: *Revista Banco de la República*.

¹ El índice de expectativas de inflación corresponde a un promedio móvil del índice de precios de tres años centrado. Así mismo se procedió con el índice porcentual de transacciones en finca raíz.

CUADRO 11.27 – INFORMACION CORRESPONDIENTE A LOS MODELOS 1 y 2

Año/variable	Tasa anual de inflación	Tasa anual de dividendos	Tasa anual de dividendos incluyendo efecto de suscripciones	Tasa anual ganancia de capital	Indice de protección Modelo 1	Indice de protección Modelo 2	Indice de protección, Modelo 2, incluyendo efecto de suscripciones
	P	D/A	D/A	a	A - P	D'/A a - P	D'/A + a - P
1961 - 1962	3	12.3	13.5	15	12	24.3	25.5
1962 - 1963	26	11.9	13.0	1	- 25	- 13.1	- 9
1963 - 1964	18	11.6	13.1	9	9	2.6	4.1
1964 - 1965	8	12.6	14.3	- 11	- 19	- 6.4	- 4.7
1965 - 1966	17	14.0	16.7	- 7	- 24	- 10.0	- 7.3
1966 - 1967	7	14.0	16.6	9	2	16.0	18.6
1967 - 1968	7	13.4	14.9	15	8	21.4	22.9
1968 - 1969	7	12.5	14.5	29	22	34.5	36.5
1969 - 1970	6	11.9	13.0	7	1	12.9	14.0

Fuente: Los datos sobre tasa de inflación fueron tomados del Banco de la República – *Indice Nacional de Precios al Consumidor* (empleados). Los dividendos y el índice de precios de las acciones corresponden a trece empresas y la información correspondiente fue tomada directamente de la Bolsa de Valores de Bogotá.

Nota: Los índices de protección superiores a cero indican que sí hubo protección.

CUADRO 11.28 – INFORMACION CORRESPONDIENTE A LOS MODELOS 1 y 2
(Incorporando efecto de suscripción)

Año/variable	Tasa anual de inflación	Tasa anual de dividendos	Tasa anual de ganancia capital	Indice de protección Modelo 1	Indice de protección Modelo 2
	P	D/A	a	A - P	D/A + a - P
1961 - 1962	3	13.6	15	12	25.6
1962 - 1963	26	13.0	1	- 25	- 12.0
1963 - 1964	18	13.1	9	- 9	4.1
1964 - 1965	8	14.1	- 11	- 19	- 4.9
1965 - 1966	17	16.7	- 7	- 24	- 7.3
1966 - 1967	7	16.6	9	2	18.6
1967 - 1968	7	14.9	15	8	22.9
1968 - 1969	7	14.6	29	22	36.6
1969 - 1970	6	13.6	7	1	14.6

CUADRO 11.29 – MODELO PARA CALCULAR NUMERO DE ACCIONES BAJO REINVERSION

De acuerdo a los supuestos de este submodelo (que el individuo reinvierte en acciones sus dividendos), el modelo general no se cumple; el individuo en este caso se protege contra la inflación, siempre que el número de acciones poseídas al final del período, multiplicado por el precio vigente en ese momento, sea mayor que $A_0 (1+p)^t$, o sea:

$$V_t^A = N_t A_t > A_0 (1+p)^t \quad \text{o} \quad \frac{N_t A_t}{A_0 (1+p)^t} > 1$$

El número de acciones poseídas al final de cada período se obtiene en base a la fórmula:¹

$$N_t = \frac{I}{A_0} \prod_{i=0}^t \left(1 + \frac{D_i}{A_i}\right)$$

Donde: I = Inversión inicial (se supone igual al precio de una acción)

A_0 = Precio de la acción en el período 0

D_i = Dividendo por acción en el período i

A_i = Precio de la acción en el período i

$D_0 =$

¹ La fórmula resulta del siguiente raciocinio:

Al final del período 0 se poseen $I/A_0 = N_0$ acciones

Al final del período 1 se poseen $N_0 + D_1 N_0 / A_1 = N_1$ acciones

Al final del período 2 se poseen $N_1 + D_2 N_1 / A_2 = N_2$ acciones

Al final del período 3 se poseen $N_2 + D_3 N_2 / A_3 = N_3$ acciones, etc.

Reemplazando sucesivamente los valores de $N_1, N_2 \dots$ etc., se obtiene la fórmula mencionada.

CUADRO 11.30 – POLITICA DE FINANCIACION DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS

Año	Indice de precios de las acciones Base 68 = 100	% de la inversión financiada por crédito C/F	% de la inversión financiada por emisión de capital E/F	Inversión total (millones)
1956	91.2	35.8	24.0	687
1957	96.7	42.8	15.2	1.037
1958	92.0	29.0	27.8	1.227
1959	95.6	38.7	23.7	1.294
1960	94.1	43.2	23.2	1.577
1961	86.5	40.1	31.0	1.257
1962	98.6	40.3	27.4	2.511
1963	99.1	50.9	16.5	4.198
1964	99.8	42.3	25.8	4.309
1965	92.5	48.0	25.3	5.367
1966	82.2	55.5	18.5	8.105
1967	90.1	34.5		

Fuente: Los datos de financiación correspondientes al período (1956 - 1964) fueron tomados del artículo "The Capital Gains Tax"; de la Comisión de Reforma Tributaria; (1965 - 1966); de la Revista de la Superintendencia de Sociedades Anónimas; la información de 1967 fue tomada directamente de la Superintendencia.

El índice de precios de las acciones comprende sólo 13 empresas.

CUADRO 11.31 – COTIZACIONES DEL DOLAR LIBRE Y OFICIAL, 1961 - 1970

Año y trimestre	Libre	Oficial	Año y trimestre	Libre	Oficial
1961 1	7.55	6.70	1966 1	18.06	11.79
2	8.23	6.70	2	17.35	12.06
3	8.73	6.70	3	16.24	12.33
4	8.77	6.70	4	16.28	12.60
1962 1	8.80	6.70	1967 1	18.00 ¹	13.50
2	8.91	6.70	2	17.32	14.11
3	8.61	6.70	3	17.46	14.89
4	10.19	7.50	4	17.77	15.63
1963 1	10.09	9.00	1968 1	17.28	15.89
2	9.99	9.00	2	17.28	16.21
3	9.99	9.00	3	17.14	16.43
4	9.99	9.00	4	17.19	16.78
1964 1	9.99	9.00	1969 1	17.77	16.99
2	9.98	9.00	2	19.03	17.23
3	9.98	9.00	3	19.21	17.48
4	11.74	9.00	4	19.35	17.74
1965 1	13.57	9.00	1970 1	20.02	18.04
2	16.73	9.00	2	20.92	18.33
3	19.03	11.25 ²	3	21.60	18.67
4	18.11	11.52	4	23.17	

Fuente: Banco de la República.

¹ Dólar negro de acuerdo a la cotización del bolívar en la frontera.² Se parte de 50%; 50% a 9.00 y 13.50 y se cambia la proporción gradualmente hasta 20%; 80% en el cuarto trimestre de 1966.

CUADRO 11.32 – INDICADORES DE DEMANDA POR DIVISAS Y POR VALORES BURSATILES

Años y trimestre	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Diferencia entre dólar libre y negro (pesos corrientes)	Diferencia entre dólar libre y negro (pesos constantes 1er. trimestre 68)	Indice de (2) (índice 1967 = 100)	Total de transacciones en la Bolsa de Bogotá (mill. pesos ctes.)	Total de transacciones en la Bolsa de Bogotá (millones de pesos constantes 1er. trimestre 68)	Indice de (5)
1964 1	0.99	1.49		113.7	113.9	
2	0.98	1.40	43.7	148.5	148.8	67.6
3	0.98	1.39	68.3	150.3	150.6	71.9
4	2.74	3.90	119.5	139.8	140.1	71.4
1965 1	4.57	6.40	210.4	134.7	145.6	70.6
2	7.63	10.28	275.2	134.6	145.5	69.7
3	7.78	10.24	294.6	124.5	134.6	66.1
4	6.59	8.29	266.4	114.3	123.6	66.5
1966 1	6.27	7.52	223.1	121.8	148.2	68.7
2	5.29	6.01	183.2	121.5	147.8	71.1
3	3.91	4.38	146.6	113.7	138.3	69.8
4	3.68	4.04	135.6	115.8	140.1	76.3
1967 1	4.50	4.84	125.4	168.9	187.5	88.4
2	3.21	3.38	111.1	191.1	212.1	96.3
3	2.57	2.65	84.0	169.8	188.5	102.6
4	2.14	2.18	63.6	203.7	226.1	102.9
1968 1	1.39	1.39	47.1	213.6	213.6	113.5
2	1.07	1.04	31.8	253.2	253.2	111.6
3	0.71	0.78	32.2	214.5	214.5	119.8
4	0.41	.39	18.4	263.7	263.7	120.4
1969 1	0.78	.73	28.2	329.8	257.1	121.3
2	1.80	1.64	40.1	282.0	219.8	123.0
3	1.73	1.55	47.1	352.2	274.5	124.4
4	1.61	1.42	48.0	340.2	265.2	142.3
1970 1	1.98	1.72	54.6	422.4	329.5	143.2
2	2.59	2.20	65.2	358.8	279.9	141.6
3	2.93	2.45		327.6	255.5	127.0
4				307.1	329.9	

Fuente: Banco de la República.

Capítulo 12

ESTRUCTURA DE LAS BOLSAS DE VALORES

Posibilidad de colocación de nuevos papeles en el mercado de capitales

Por OSCAR GOMEZ VILLEGAS

I. Introducción.

El presente informe tiene por objeto analizar y evaluar las posibilidades de fortalecer el mercado de capitales colombiano mediante la creación de nuevos papeles cuya colocación pueda efectuarse a través de las bolsas de valores que operan en el país.

Como punto de partida de este análisis se presenta en forma esquemática un estudio sobre el desarrollo del mercado de capitales en los últimos cinco años, con el fin de determinar cuál ha sido su evolución y cuáles sus características en tiempos recientes. Con la descripción del desenvolvimiento histórico como marco de referencia, se procederá a examinar la naturaleza y magnitud de los obstáculos que han limitado la participación más activa de las bolsas de valores en el proceso de captación de ahorros.

Para finalizar, se presentará una descripción y evaluación de una serie de papeles o valores que por sus características pueden llegar a subsanar algunos de los principales factores desfavorables que operan en el mercado, permitiendo en esta forma su ampliación.

II. Características y desarrollo del mercado de capitales en el período 1966 - 1970.

En términos económicos el mercado de capitales generalmente se define como el conjunto de operaciones por medio de las cuales parte de los ingresos producidos que no se dedican al consumo son invertidos en la adquisición de bienes productivos de carácter durable directamente por las personas y entidades que lo generan o indirectamente a través de intermediarios financieros.

Definido en los términos anteriores el concepto de mercado de capitales no permite analizar adecuadamente el funcionamiento o la participación de las instituciones financieras ya que una alta proporción de las operaciones de ahorro e inversión se efectúa directamente por los mismos ahorradores sin la participación de los intermediarios financieros. En la medida que avanza el desarrollo económico de un país, la intervención de entidades especializadas en invertir los ahorros que le suministra el público va tomando una mayor importancia. Una de las principales funciones de estos intermediarios consiste en permitir la acumulación

de un volumen considerable de recursos para ser dedicados a inversiones de gran tamaño e importancia que no podrían ser realizados independientemente por un individuo o un grupo pequeño de inversionistas.

Para medir cuál es el verdadero papel de las instituciones colombianas se ha optado por una definición más limitada que comprende únicamente las transacciones que se efectúan con base en la captación de recursos en forma voluntaria, bien por medio de instrumentos de renta variable, bien mediante la aceptación por parte de una entidad organizada para tal fin de depósitos por los cuales se reconoce al ahorrador una tasa de interés preestablecida.

Limitando la definición del mercado de capitales en esta forma, se puede observar más claramente cuál ha sido el desarrollo, cuáles las características y cuáles las posibilidades de colocar entre el público y los inversionistas institucionales nuevos instrumentos de captación de ahorro. A pesar de que las fuentes de información disponibles en el país no siempre permiten una discriminación clara entre el ahorro que es transferible y el que es cautivo, las cifras que se han logrado obtener, a pesar de sus posibles deficiencias, permiten examinar en términos generales las tendencias del mercado.

Los sistemas de captación de ahorro establecidos en el país incluyen instrumentos de rendimiento variable y depósitos y valores de renta fija. Entre los primeros se destacan las acciones de las compañías inscritas en las bolsas de valores que, por su volumen anual de transacciones, aseguran al inversionista un alto grado de liquidez, y los fondos mutuos recientemente introducidos al país. Entre los segundos, se hallan los depósitos de ahorro y a término del sistema bancario nacional y los instrumentos de rendimiento fijo emitidos por el gobierno, por los establecimientos descentralizados del Estado, y los bonos, pagarés y letras emitidas por las entidades privadas.

Durante el período comprendido entre los años de 1960 y 1968 se ha presentado un rápido desarrollo del mercado de valores en el país. Este crecimiento ha sido impulsado por la emisión de nuevos instrumentos y especialmente por una activa promoción y colocación de papeles de interés fijo de carácter estatal. Si se exceptúa la introducción de los fondos mutuos, el sector privado de la economía no ha contribuido en una forma importante al desarrollo de nuevas modalidades de captación de ahorro.

El rápido crecimiento de los ahorros captados con los instrumentos tradicionales, lo mismo que el éxito de las nuevas modalidades introducidas durante la última década, indican que existe un mercado potencial de gran magnitud, el cual puede ser desarrollado por medio de la promoción más activa de los valores tradicionales, por medio de la creación de nuevos instrumentos diseñados específicamente para atraer a un público que, por diversas razones, no participa en la actualidad en el mercado.

La experiencia ha demostrado que al introducir nuevos sistemas de captación de recursos promovidos en una forma activa, se obtienen fondos adicionales de consideración, sin que esto haya implicado una disminución en la tenencia por parte del público de los papeles que han sido la fuente tradicional de ahorro. Existe pues, un mercado potencial importante que puede ser desarrollado a través de la creación y adecuada promoción de nuevos sistemas que, si bien son conocidos en otros países, representan una innovación en Colombia.

En la actualidad, circula en el país un número considerable de valores de renta fija denominados bonos, cédulas y certificados. Estos valores se pueden dividir en papeles de inversión forzosa que legalmente deben absorber ciertas entidades financieras y papeles de renta fija de adquisición voluntaria. Los primeros por tener un carácter obligatorio no forman parte del flujo de ahorro transferible.

Una alta proporción de los valores de renta fija que circulan en Colombia son emitidos por el Gobierno Nacional o por entidades semioficiales. Entre los primeros cabe mencionar los bonos de desarrollo económico y los certificados de abono tributario (CAT); y entre los segundos, las emisiones de cédulas hipotecarias del Banco Central Hipotecario.

En un plano muy secundario, por su volumen, se encuentran los valores de renta fija emitidos por el sector privado. Entre los valores más importantes de este grupo se destacan los bonos de garantía general de las coporaciones financieras, las emisiones de bonos de Bavaria y de algunas otras compañías industriales, cuya participación en los últimos años no ha sido un factor importante en el mercado.

Los depósitos de ahorro ocupan un lugar de primordial importancia en el conjunto de los sistemas de captación de ahorro de rendimiento fijo. En efecto, se trata de la más antigua de las modalidades de captación de ahorro que opera en el país, ocupando por su cuantía, en el conjunto de los instrumentos de captación de ahorro de renta fija, el segundo lugar después de las cédulas del Banco Central Hipotecario. Los depósitos a término de los bancos comerciales han ido paulatinamente disminuyendo en importancia hasta el punto que en la actualidad su volumen es mínimo como consecuencia de las restricciones de orden legal, impuestas por el gobierno en relación con las tasas máximas de interés que se pueden reconocer al público.

El hecho de que el mercado de valores de interés fijo en Colombia esté dominado por las emisiones estatales se puede atribuir a varios factores. En primer lugar, se destaca el atractivo que tiene para el inversionista la exención de impuestos que caracteriza estas emisiones. En efecto, los rendimientos nominales de estos valores fluctúan entre un 12 y un 14% que en términos de un inversionista con un alto nivel de ingresos puede llegar fácilmente a representar interés real superior a un 20% si se compara con inversiones alternativas en papeles no exentos.

La liquidez es otro de los factores que incide en la aceptación por parte del público de los valores estatales. Se ha dotado a estos papeles de sistemas de sustentación que prácticamente han eliminado las fluctuaciones en los precios y asegurado una liquidez absoluta. Para tal efecto, en el caso de las cédulas del Banco Central Hipotecario el precio a que compra y vende la entidad es el mismo. Los bonos de desarrollo económico cuentan con un sistema de sustentación administrado por el Instituto de Fomento Industrial a través de las bolsas de valores, por medio del cual automáticamente se efectúan compras cuando el precio del bono tiende a descender a un nivel inferior al precio de colocación. Estos sistemas han operado eficientemente durante un tiempo relativamente largo inspirando al público un alto grado de confianza.

En la colocación de los valores gubernamentales se han utilizado sistemas muy eficientes de promoción, servicio y ventas. En efecto, tanto el Banco Central Hipotecario como el Instituto de Fomento Industrial han adelantado amplias campañas de propaganda que en términos unitarios y debido al monto global de las colocaciones han resultado muy económicas. Desde el punto de vista de distribución, el Banco con su red de 42 sucursales cubre prácticamente todos los centros importantes del país donde está localizado el público inversionista logrando en esta forma realizar eficientemente el servicio, la venta y la recompra de las cédulas. El Instituto efectúa esta labor a través de las bolsas de valores de Bogotá y Medellín y en otros centros importantes utilizando los servicios de varios bancos comerciales con amplias redes de sucursales.

El principal instrumento de renta variable que se negocia en el país consiste en las acciones de las sociedades anónimas registradas en las bolsas de valores. Tomando como base las operaciones de la Bolsa de Bogotá puede observarse que de las 144 sociedades anónimas inscritas, diez compañías contribuyeron en el año de 1969 con el 66% del volumen total de transacciones. La compañía que ocupó el décimo puesto en orden descendente de importancia tuvo un movimiento durante el año de \$ 13 millones, cifra que representa algo más de \$ 1 millón mensual. El reducido volumen de las operaciones en los otros valores indica una situación de oferta y demanda muy desfavorable para el inversionista que desee negociar por fuera del grupo principal, ya que el grado de liquidez de estos papeles es muy reducido.

Una de las principales características del mercado bursátil colombiano consiste en la estrecha relación entre el precio de venta de las acciones y el monto de los dividendos pagados. Con contadas excepciones las acciones de primera línea ofrecen prácticamente el mismo rendimiento porcentual. Esta situación asimila el mercado bursátil de acciones a un mercado de bonos. Contrasta esta situación con la que prevalece en los países con un desarrollo financiero más avanzado, en los cuales el precio de las acciones no sólo refleja el rendimiento inmediato, sino también el potencial de las empresas en términos de futuros rendimientos y valorizaciones.

La creación de las sociedades administradoras de inversión ha sido prácticamente la única innovación en los sistemas de captación de ahorro por parte del sector privado en la última década.

Los fondos de inversión son el instrumento de captación de ahorro que presenta la más alta tasa de crecimiento durante el período, ya que pasan de 206 millones en 1964 a 1.088 millones al finalizar el año de 1969 y a \$ 1.391 millones en julio de 1970. Como consecuencia principal de las medidas cambiarias y de control sobre el crédito extrabancario dictadas por el gobierno a finales de 1966, los fondos registraron un rápido crecimiento, el cual se reflejó en el resurgimiento del mercado bursátil al aumentar la demanda por acciones de una manera inmediata.

Los fondos mutuos han venido participando activamente en el mercado de acciones de primera línea y a través de este instrumento han logrado una concentración evidente de poder. Si bien esta concentración puede construir algún peligro, es necesario también tener en cuenta que los fondos mutuos como instrumentos de captación de ahorro han vinculado a un grupo muy importante de nuevos inversionistas que anteriormente no tenían acceso al mercado de acciones. No cabe duda que la introducción de este sistema al país representa un paso importante en el desarrollo del mercado de capitales que puede servir como un instrumento dinámico para corregir algunas de las fallas que existen en la actualidad en la estructura de este mercado.

El éxito de los fondos mutuos en Colombia ha demostrado el potencial que existe para nuevos sistemas de inversión o captación de ahorro, cuando éstos se manejan en una forma eficiente y a través de un sistema agresivo de promoción de ventas. Es necesario destacar la importancia de este último punto, ya que la experiencia ha demostrado que en gran parte el éxito en la introducción al mercado de este instrumento se debió a la utilización de los canales de distribución de las compañías aseguradoras propietarias de las sociedades administradoras de inversión. Este sistema de mercadeo redujo el costo de venta en razón de que los agentes vendedores podrían ofrecer a sus clientes una gama de posibilidades de ahorro.

Otra de las características del mercado de capitales colombiano es que no existe en el país un mercado organizado de papeles a corto plazo del tipo del de las aceptaciones que se negocian en países con estructuras financieras más desarrolladas. Si bien los papeles de interés fijo estatales, por los sistemas de sustentación y liquidez que los caracteriza, se podrían asimilar a instrumentos de corto término, en realidad su tasa de interés no es suficientemente halagadora para cierto tipo de inversionista para el cual la exención tributaria tiene un valor muy limitado. Todo parece indicar, aunque es prácticamente imposible de cuantificar, que a falta de un mercado organizado de valores a corto plazo, de alto rendimiento que permita canalizar hacia un sector productivo de la economía cierto tipo de ahorros, se ha producido un crecimiento substancial en los últimos tiempos del mercado extrabancario de dinero.

En efecto, es cada vez más clara la importancia de un grupo de ahorradores de mediano tamaño que por lo general obtiene prácticamente la totalidad de sus ingresos del producto de sus bienes y para el cual el volumen de ingresos producidos por una tasa alta de rendimiento no implica un problema fiscal. Con anterioridad a la implantación del control de

CUADRO 12.1 – MERCADO DE CAPITALES. EVOLUCION DEL AHORRO TRANSFERIBLE
(Millones de pesos)

	1966	1967	1968	1969	1970
Sector privado					
Acciones	308	363	440	641	419
Bonos cofinancieras	68	91	156	113	94
Depósitos de ahorro	308	285	378	349	710
Capitalización ¹	422	507	562	500	500
Subtotal	1.106	1.246	1.536	1.603	1.723
Porcentaje del total	88	78	55	48	56
Sector gubernamental					
Cédulas B.C.H.	109	200	1.050	1.388	1.040
Bonos desarrollo	38	—	22	234	254
CAT	—	161	188	143	67
Subtotal	147	361	1.260	1.765	1.361
Porcentaje del total	12	22	45	52	44
Total	1.253	1.607	2.796	3.368	3.084

Fuentes: Superintendencia Bancaria, *Revista mensual*. Banco de la República, *Revista mensual*. Bolsa de Bogotá.

¹ Las cifras correspondientes a las compañías de capitalización para los años de 1969 y 1970, se han tomado arbitrariamente a un nivel de \$500 millones por no contarse con información alguna.

arrendamientos y más recientemente al programa de la reforma urbana, la propiedad raíz de renta era el instrumento más adecuado de ahorro para este grupo.

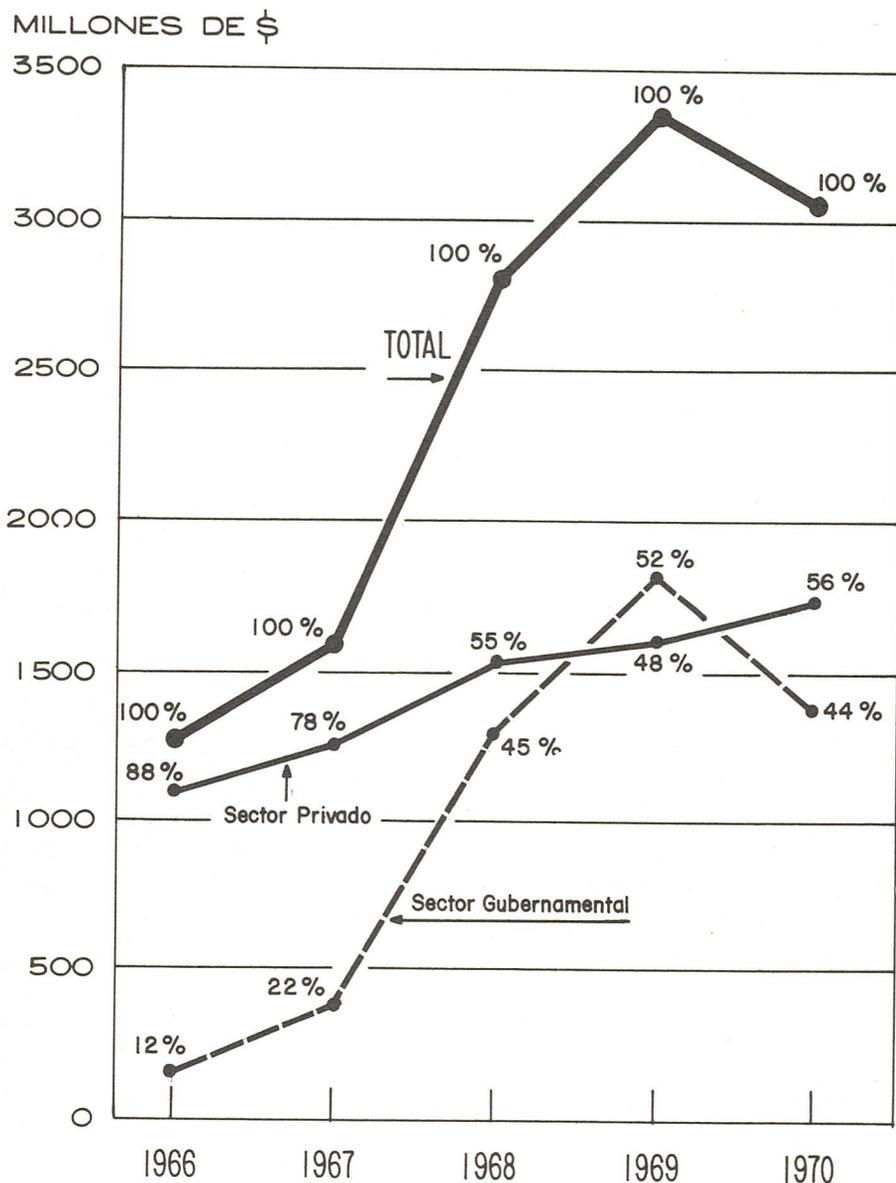
En forma similar y como resultado del proceso de urbanización que ha experimentado el país, parece probable que hayan sido liquidados por parte de los inmigrantes un número substancial de propiedades de mediano tamaño y que los dineros provenientes de estas operaciones, bien por la cuantía de la tasa de rendimiento o bien por desconocimiento del mercado de capitales, se invierta en el mercado extrabancario.

El crecimiento de una próspera y joven clase profesional y empresarial es otro de los fenómenos relativamente recientes de la economía colombiana. Después de satisfacer una serie de necesidades básicas tales como la adquisición de vivienda, la compra de ciertos bienes de consumo semidurables, etc., cuenta esta clase con un excedente invertible que se aplica en el mercado extrabancario de dinero en lugar del mercado libre de valores por desconocimiento o porque el rendimiento no es adecuado.

La gran mayoría de los ahorradores que componen este nuevo grupo muy probablemente estarían dispuestos a sacrificar una parte de los altos rendimientos que en la actualidad reciben a cambio de un mayor grado de seguridad. En efecto, las posibilidades de perder por falta de garantías adecuadas en un momento la totalidad de su ahorro y patrimonio son considerables como lo han demostrado experiencias recientes ampliamente difundidas.

Para llenar este vacío en el mercado actual de capitales se han constituido últimamente compañías financiadoras promovidas por importantes grupos financieros que utilizan tanto fondos propios como dineros obtenidos en mutuo para adquirir cartera de entidades comerciales e industriales. No cabe duda que estas compañías jugarán cada vez un papel más importante en el mercado de capitales en la medida en que se organicen y promuevan en una forma adecuada y agresiva, al permitir a esta nueva clase de inversionistas obtener las ventajas de un alto rendimiento sin los peligros que implica el mercado extrabancario.

GRAFICO 12.1 – EVOLUCION DEL AHORRO TRANSFERIBLE. TENDENCIAS



Es interesante anotar que la experiencia del desarrollo del mercado en otros países latino americanos muestra que el establecimiento de una industria automotora doméstica es el punto de partida de la organización de este tipo de mercado o instrumento negociable. Parece probable que de conservarse la actual política gubernamental de fomento a la industria automotriz, se creará la necesidad de establecer en el país entidades especializadas en la colocación de papeles de esta clase.

El cuadro 12.1 y los gráficos 12.1 y 12.2 que se adjuntan muestran, para el período 1966 a 1970, la evolución de los diferentes tipos de ahorro transferible para los cuales se dispone de información estadística adecuada. Cabe anotar que este grupo representa sin duda alguna una muy alta proporción del total de los instrumentos de transferencia. De los datos anterior-

GRAFICO 12.2 – EVOLUCION DEL AHORRO TRANSFERIBLE. PROPORCIONES



res se desprende, en primer término, el rápido crecimiento del mercado durante la segunda mitad de la década del 60, ya que durante los cinco años que se analizan, el valor anual de los nuevos instrumentos de ahorro emitidos aumentó de \$ 1.253 millones en 1966 a un pico de \$ 3.368 millones en 1969, para descender a \$ 3.084 millones estimados para 1970.

El ahorro transferible muestra una tasa anual de crecimiento de un 40% para los cuatro primeros años y promedio de un 25% para el período global. Estos datos muestran claramente que, en términos reales o sea independientemente del índice que se emplee para deflactar los valores y tomar en cuenta el proceso inflacionario, se ha producido una institucionalización del ahorro generado en el país. No cabe duda que una de las causas principales de la alta tasa de crecimiento del ahorro transferible fue la confianza del ahorrador en la estabilidad política, social y monetaria del país en los últimos tiempos.

A primera vista, las cifras que se presentan en el cuadro 12.1 muestran una disminución de la participación del sector privado en el total del ahorro captado. Sin embargo, es indispensable tomar en cuenta dos factores que muy probablemente hacen que la magnitud de la tendencia, en el cambio de la distribución, no sea tan considerable como aparece a primera vista.

Uno de estos factores consiste en que no se puede clasificar como ahorro transferible la totalidad del crecimiento de los papeles de renta fija del sector oficial, ya que una proporción considerable de los valores emitidos forma parte del sistema de ahorro forzoso que constituye una de las características principales del mercado de capital en Colombia. En efecto, un porcentaje indeterminado de los aumentos en el volumen de las cédulas del B.C.H. en circulación corresponde a inversiones obligatorias efectuadas por compañías de seguros, de capitalización y cajas de ahorro. Adicionalmente, las dos terceras partes del impuesto de vivienda en cabeza de las sociedades, es substituído con la compra de estas cédulas. Algunas entidades descentralizadas por insistencia del gobierno utilizan los bonos de desarrollo económico para mantener parte de sus disponibilidades.

El segundo de los factores que hace menos importante el cambio aparente de la distribución del ahorro transferible entre el sector público y privado, consiste en el efecto que sobre el ahorro, tiene el cambio en el precio de las acciones. Las cifras que se presentan en el cuadro 12.1 muestran el valor de emisión de las acciones durante cada período. En realidad el valor del ahorro que genera el mercado de acciones es superior al de las emisiones, puesto que al efectuarse transacciones en un mercado en que los precios aumentan rápidamente, el nuevo inversionista tiene que pagar el precio del mercado y no el de emisión. Una clara demostración de esta situación es el rápido crecimiento de los fondos de inversión que sin lugar a duda representan una adición al ahorro transferible del sector privado.

Del estudio del desarrollo del mercado de capitales se desprenden, como conclusiones de tipo general: 1. El rápido crecimiento del mercado impulsado por la emisión de nuevos valores y especialmente por una agresiva colocación de papeles estatales de interés fijo. 2. La notoria falta de interés en la creación y promoción de nuevos instrumentos de captación por parte de las empresas privadas y de las instituciones financieras que tienen como función canalizar el ahorro. 3. Las experiencias indican que existe un mercado potencial de gran magnitud, el cual puede ser explotado a través de la promoción de nuevas modalidades de ahorro diseñado específicamente para atraer a un público que por falta de instrumentos adecuados hoy no participa en el mercado. 4. La experiencia de los fondos mutuos ha demostrado que el desplazamiento de los valores emitidos por el sector privado por parte de las emisiones de papeles estatales no se puede atribuir exclusivamente a la exención de impuestos de que gozan estos últimos.

III. Determinantes de la estrechez del mercado bursátil en Colombia.

Aunque el número de sociedades inscritas en la Bolsa de Bogotá equivale solamente a un 7% con respecto al número total de sociedades anónimas establecidas en el país, su participación en el monto global del capital y reservas es superior al 55%, lo cual implica, que en promedio, las sociedades anónimas inscritas en las bolsas son generalmente las más importantes del país. Existe sin embargo un número apreciable de empresas que podrían, de acuerdo con las exigencias legales y estatutarias de la Bolsa, participar en el mercado de valores. En la presente sección se analizan algunas de las causas principales que dificultan el acceso de estas compañías al mercado bursátil. Los factores que inciden en esta situación son de dos tipos:

1. Barreras y/o limitaciones institucionales;
2. Barreras y/o limitaciones financieras.

1. *Barreras institucionales.*

A. *Papel de los corredores de bolsa.*

Al comparar la labor realizada por los corredores de bolsa en países con mercados de capitales relativamente avanzados, se observa que en Colombia no existen todavía firmas o personas que ofrezcan un servicio eficiente en este campo. La labor del corredor de bolsa colombiano se limita a recibir y ejecutar las órdenes de la clientela, actuando en una forma completamente pasiva.

Esta situación se debe en gran parte a la falta de preparación formal del personal de corredores. Contrario a lo que sucede en las principales bolsas de valores del mundo, en Colombia prácticamente los únicos requisitos necesarios para ser aceptado como corredor en las bolsas de Bogotá y Medellín es contar con los fondos necesarios para adquirir el puesto y ser conocido como una persona honorable. No se comprueba por medio de un examen si el solicitante tiene conocimientos sobre la operación de la bolsa, análisis financiero, administración, los aspectos legales básicos de los negocios, matemáticas financieras, etc.

La falta de preparación formal de los corredores se refleja en el material estadístico publicado por las bolsas de valores. A título ilustrativo de este hecho cabe destacar que hasta fines del año de 1970 los índices de precios elaborados por la Bolsa de Bogotá tenían como base el año 1930. Esta falla fue corregida por el Banco de la República, y por la Bolsa, que en forma independiente diseñó un nuevo índice de acuerdo con las técnicas modernas sobre la materia. Como ejemplo adicional de esta situación se puede mencionar el hecho de que una sola persona realiza la labor estadística en esta entidad, que consiste en la recopilación de datos que se presentan en una forma escueta sin explicación o evaluación alguna.

Al no contar la gran mayoría de los corredores con la preparación formal necesaria para analizar y evaluar aún la rudimentaria información estadística disponible, los informes que suministran a la clientela por fuerza tienen que ser deficientes, y basados más que todo, en rumores de tipo callejero.

El hecho de que la información financiera publicada por las sociedades anónimas colombianas adolezca de graves deficiencias, se debe tanto, a reglamentaciones obsoletas de la Superintendencia de Sociedades Anónimas y como a indiferencia de los funcionarios y corredores de la bolsa que no han ejercido la presión necesaria para que suministren a los accionistas los datos que les permita evaluar la situación y perspectivas de cada compañía.

A falta de un análisis cuidadosos de los diferentes factores que pueden influenciar diferencialmente el nivel de precios de valores que se negocian en la bolsa, el índice favorito de los corredores para medir la bondad de un determinado papel es la relación dividendo/precio que por sí sola no es un buen indicativo del valor real de un papel. Como consecuencia lógica de esta situación, el mercado de acciones en Colombia se ha asimilado al de papeles de interés fijo, cuyo precio fluctúa de acuerdo con las variaciones en la tasa de interés en el mercado monetario y no en función de los resultados ni las perspectivas individuales de cada empresa.

B. *Papel de los bancos comerciales.*

Los bancos comerciales en Colombia a través de sus secciones fiduciarias manejan una alta proporción del ahorro transferible del país y por lo tanto se encuentran directa o indirectamente en capacidad de influenciar la dirección del mercado nacional de capitales.

La labor de la banca comercial en este campo se ha limitado a prestar el servicio de cobro de dividendos y de custodia de valores, percibiendo comisiones muy elevadas en relación con el beneficio que obtiene el usuario de las secciones fiduciarias.

El manejo de estos departamentos se efectúa rutinariamente sin que se hayan presentando en los últimos cincuenta años mejoras o innovaciones en los servicios ofrecidos. No existe interés en suministrar al cliente una información periódica sobre el estado de su portafolio; no se le ofrecen por medio de circulares nuevos papeles o planes de ahorro; etc. En resumen, no se utiliza la confianza que ha depositado el cliente en la entidad para promover el mercado de capitales.

La falta de dinamismo de las secciones fiduciarias de los bancos representa el desperdicio de un mecanismo de promoción difícilmente duplicable. Se puede considerar que su única justificación actual consiste en el poder que otorga a los bancos comerciales de elegir sus representantes en las juntas directivas de las empresas, lo cual posiblemente redunde en un mayor volumen de negocios para la entidad y lógicamente en una mayor concentración de poder económico.

C. El papel de otros intermediarios financieros.

Una de las características principales del mercado de valores colombiano es la falta de variedad en los papeles que se negocian en las bolsas de valores. En efecto, el campo de escogencia del inversionista se limita a la adquisición de no más de quince compañías y los certificados de abono tributario (CAT), puesto que los bonos de desarrollo se pueden comprar y vender directamente en el Instituto de Fomento Industrial, IFI.

Esta falta de alternativa de inversión se puede atribuir en gran parte al poco interés que han mostrado los intermediarios financieros tales como las compañías de seguros y capitalización, los fondos de inversión y las corporaciones financieras, en promover nuevos sistemas de captación de ahorro a través de la emisión de papeles de renta fija y variable que se ciñan a las necesidades de ciertos grupos de inversionistas.

A pesar de que la experiencia ha demostrado en repetidas ocasiones en la medida en que se introducen nuevos instrumentos, se amplía el tamaño del mercado de capitales, existe todavía la impresión por parte de estas entidades de que la creación de nuevos sistemas de captación de ahorro implica una reducción automática en el volumen de colocación de los sistemas tradicionales.

La inversión relativamente alta requerida en promoción y propaganda es otra de las razones que inhibe a estos intermediarios financieros a promover más activamente la introducción de nuevos sistemas de captación.

Sin embargo, la experiencia ha demostrado que el riesgo de esta inversión es bastante limitado, pues en la mayoría de los casos parte de los gastos de promoción y propaganda se recobra con el impacto institucional. Además, por tratarse de compañías que se encuentran en la escala tributaria más alta, el costo real de esta inversión es prácticamente equivalente a la mitad de su valor nominal.

Por último, la limitada participación de las corporaciones financieras en el mercado de capitales se puede atribuir en parte a la ayuda directa o indirecta del banco central para obtener recursos provenientes de otras fuentes sin necesidad de incurrir ni en el esfuerzo ni en el costo que implica tratar de captar ahorros en el mercado abierto.

D. Exigencia del inversionista de un rendimiento inmediato.

El hecho de que el precio de los papeles de renta variable en el mercado colombiano se rija fundamentalmente por su rendimiento en términos de dividendos, hace prácticamente imposible efectuar colocaciones de valores de empresas nuevas o de compañías que no puedan garantizar un rendimiento inmediato a pesar de que sus perspectivas a corto y mediano plazo puedan ser halagadoras.

2. Barreras financieras.

A. Tamaño de las empresas.

En primer término, es importante anotar que no existe en el país un número considerable de empresas de tamaño adecuado para entrar a la bolsa que no tengan ya sus papeles inscritos en ella. El tamaño no está relacionado con el mínimo legal exigido por las bolsas, sino la cuantía de las acciones que se puedan negociar libremente en el mercado, sin el peligro de que unos pocos inversionistas ajenos a la empresa la puedan controlar. El crecimiento de los fondos mutuos con su gran poder financiero ha sido uno de los factores que más ha desalentado el ingreso de nuevas compañías a las bolsas de valores.

B. Falta en el mercado bursátil de instrumentos diferentes a acciones comunes.

En general, la sociedad anónima colombiana inscrita en bolsa tradicionalmente se ha financiado a través de aumentos de capital. La actitud conservadora de las empresas se debe en parte al papel muy secundario que desempeñan los verdaderos bancos de inversión, intermediarios financieros, en las decisiones sobre el particular. Las compañías, por una parte, al tomar determinaciones sobre captación de nuevos recursos no consultan las condiciones globales del mercado; y por otra, las entidades especializadas no ejercen la presión necesaria para obligarlas a emitir instrumentos nuevos, tanto de riesgo como de interés fijo que, de acuerdo con las condiciones del mercado, parezcan más aconsejables.

C. Situación de las nuevas empresas con tamaño adecuado para entrar en bolsa.

La gran mayoría de empresas nuevas, de tamaño adecuado para poder introducir exitosamente sus acciones en la bolsa, fueron promovidas por las corporaciones financieras. En general, estas firmas necesitan de un período entre 4 y 6 años para consolidarse y lograr repartir utilidades en una forma regular. Una vez que esto sucede y que sus valores son susceptibles de ser inscritos en las bolsas, las corporaciones no están dispuestas a desprenderse de su participación en dichas empresas por dos razones:

a) El deseo de recuperar las pérdidas ocasionadas por el costo de oportunidad de haber mantenido una inversión improductiva por un período más o menos largo.

b) La legislación tributaria vigente exceptúa los dividendos recibidos de sociedades anónimas en cabeza de otras sociedades de la misma clase, lo que hace más atractiva esta inversión para esas entidades.

A pesar de que estos argumentos son completamente valederos desde el punto de vista comercial, uno de los argumentos básicos del gobierno para autorizar su funcionamiento y para otorgar una considerable asistencia financiera, que en gran parte ha sido la causa de su éxito económico, fue precisamente su participación en la ampliación del mercado de capitales, una de cuyas bases fundamentales es la venta de su participación en las empresas promovidas una vez éstas se consolidan. Lógicamente el producto de estas colocaciones se utilizaría para efectuar inversiones en nuevos proyectos.

D. Situación financiera de la empresa.

Si la empresa tiene poca deuda con relación al capital, puede volverse muy oneroso para la misma, el pago de dividendos (no deducibles para impuestos, como sí lo son los intereses) sobre nuevas emisiones de capital. Sin embargo, y como ya se anotó, la captación de recursos por sistemas diferentes a emisión de acciones y utilización del crédito bancario, puede mejorar tanto la situación de la empresa como la del mercado.

IV. Posibilidad de colocación de nuevos papeles por intermedio de las bolsas de valores.

La experiencia de la evolución del mercado de capitales en los últimos años, como se indicó anteriormente, ha demostrado claramente que una de las condiciones básicas de su desarrollo es la introducción de nuevos papeles y sistemas de ahorro que, por sus características, permitan atraer nuevos inversionistas que por razones de diferente índole, bien no habían participado en el mercado o bien lo habían hecho en una forma muy limitada.

En esta sección se analiza la posibilidad de promover un número reducido de nuevos papeles cuyo mercadeo se efectuaría por intermedio de las bolsas de valores. Entre el número muy amplio de posibilidades se han utilizado varios criterios, con el fin de seleccionar los papeles más adecuados a las características del mercado colombiano.

En primer término, se ha tratado de diseñar valores que subsanen ciertos vacíos existentes en la estructura actual del mercado de capitales en relación con el plazo, la tasa de rendimiento, el mercadeo, etc. En segundo, se han tomado en cuenta las características de los requerimientos financieros de las compañías, lo mismo que el efecto de los nuevos recursos sobre la estructura financiera en general y el rendimiento para el accionista en particular. En tercero, al diseñar los nuevos instrumentos de captación, se ha considerado de vital importancia tomar en cuenta las preferencias de nuevos grupos de inversionistas potenciales.

A continuación se presenta una descripción de las características principales de nuevos instrumentos de captación de ahorro: papeles de interés fijo a corto plazo, bonos convertibles y certificados de participación.

1. *El mercado de papeles a corto plazo.*

Un análisis de los valores de renta fija que se negocian en Colombia, muestra que, con excepción del CAT, no existe un instrumento de captación de ahorros con un plazo inferior a un año. En los mercados de capitales altamente desarrollados, las letras de tesorería y las libranzas emitidas por las empresas industriales y comerciales (que cuando son avaladas por los bancos comerciales se denominan aceptaciones), son de los instrumentos de mayor movimiento.

En la práctica, en Colombia los valores de este tipo han sido sustituidos parcialmente por las cédulas del Banco Central Hipotecario y los bonos de desarrollo económico de la clase B, papeles que gozan de una completa liquidez a través del sistema de recompra automática por ventanilla de los primeros y de sustentación en la bolsa, los segundos. Sin embargo, el éxito de la experiencia en la colocación del CAT y la negociación de letras avaladas en las bolsas de valores, indica que existe un mercado adicional importante para valores con vencimientos inferiores a un año.

El mercado para estos valores lo constituyen primordialmente los inversionistas que por no estar interesados en colocar su dinero en instrumentos de renta fija con rendimientos comparativamente bajos exentos de impuestos, prefieren acudir al mercado extrabancario, aceptando las dificultades y el riesgo inherentes a este tipo de operaciones.

No es posible determinar la magnitud de este mercado debido a la falta de información que sobre la materia existe en el país. Sin embargo, la negociación en las bolsas de valores de letras de cambio avaladas por los bancos comerciales, es un indicativo de la demanda potencial. Estas operaciones aumentaron de \$ 1.6 millones en el año de 1963 cuando fueron inicialmente autorizadas, a \$ 41.6 millones en 1966, año en el cual la Junta Monetaria restringió drásticamente la capacidad de los bancos comerciales para otorgar avales.

Otro de los indicadores de la demanda para este tipo de valores lo constituye la popularidad entre los inversionistas de las letras de cambio emitidas por compañías extranjeras de primera línea, dedicadas a la venta de bienes semidurables. Estos valores de circulación res-

tringida que no son garantizados por entidades financieras ofrecen rendimientos inferiores a los que rigen en el mercado extrabancario pero bastantes superiores a los papeles libres de impuestos emitidos por el Estado.

La medida de la Junta Monetaria que restringió la capacidad de las entidades financieras para otorgar avales, si bien justificable desde el punto de vista de control monetario en un período de graves dificultades en la economía colombiana, prácticamente eliminó del mercado de capitales un instrumento de captación de ahorros que apenas empezaba a mostrar un desarrollo incipiente pero de gran importancia para el futuro de la estructura financiera del país.

Ya que la reglamentación de la bolsa para la negociación de estos valores exigía el aval bancario, el resultado práctico de la medida consistió en trasladar al mercado extrabancario, los fondos que se empezaban a canalizar en una forma organizada y controlable en el mercado de capitales.

Además del impacto monetario, varios son los factores aducidos para limitar el mercado de valores a corto plazo y de alto rendimiento. Se destacan por su importancia, en primer término, el efecto que la libre negociación de estos instrumentos pudiera tener sobre el mercado de los papeles emitidos por el gobierno. Sobre el particular basta solamente indicar que mientras una tasa de interés del 12% libre de todo gravamen representa para un inversionista de altos ingresos un rendimiento equivalente a un 24% de un valor que no tenga esta característica, para otro inversionista que se encuentra en una escala impositiva inferior, la tasa real es prácticamente igual a la nominal, haciendo poco atractiva la inversión de los ahorros del inversionista mediano en instrumentos exentos de impuestos.

Se teme igualmente el efecto de un vigoroso mercadeo de valores a corto plazo sobre el nivel de precios y el volumen de transacciones de las acciones. Posiblemente este temor tiene fundamento en la realidad del mercado colombiano ya que el precio de las acciones ha venido fluctuando normalmente en función de su rendimiento a corto plazo. Sin embargo, en un mercado mejor organizado el valor de las acciones debe reflejar no sólo el rendimiento inmediato sino las posibilidades de valorización a largo término.

La valorización, entre otros factores, se produce como consecuencia de una estructura financiera en la cual se utilizan adecuadamente no sólo los recursos de capital sino los de deuda. La estructura financiera y el sistema impositivo actual de las compañías colombianas, hace que el alto costo de los últimos sea sólo un fenómeno aparente, pues para una gran mayoría de las grandes empresas nacionales pagar un interés del 20% anual es menos gravoso que decretar un dividendo del 12%.

La siguiente tabla ilustra la aseveración anterior al mostrar en una forma comparativa el impacto que sobre el flujo de caja representa la captación de una suma determinada de fondos por medio de la venta de acciones y de instrumentos de deuda. Se ha tomado como base una tasa impositiva promedia para la sociedad anónima colombiana de un 45%, un dividendo del 12% sobre el capital invertido y una tasa de interés del 22%.

	(Miles de pesos)	
	Dividendo 22%	Dividendo 12%
Utilidad antes de intereses e impuestos	20.000	20.000
Menos: Intereses del 22% sobre \$10 millones		2.200
Utilidad antes de impuestos	20.000	17.800
Imporenta 45%	9.000	8.010
Utilidad antes de dividendos	11.000	9.790
Dividendo del 12% sobre \$10 millones	1.200	
Flujo neto de caja	9.800	9.790

Se ha considerado que la mayoría de las compañías requieren fondos a un plazo mayor al que se lograría a través de la emisión de papeles a corto plazo. Esencialmente los recursos obtenidos por medio de la colocación de esta clase de papeles se utilizan para cubrir necesidades de capital de trabajo que por definición tienen un período de rotación relativamente corto.

En realidad y como consecuencia de la marcha anormal de los negocios, se crea un fondo rotatorio que crecerá gradualmente en la medida en que aumente el volumen de negocios de la compañía. Solamente en el caso de que se descontinúe la utilización del sistema, se producirá una demanda de efectivo para la empresa que se compensará automáticamente con el producido de la liquidación de los activos corrientes correspondientes.

Existe la preocupación por parte de algunos directivos de empresas, de que la tasa comparativamente alta de interés que se debe reconocer para atraer al inversionista pueda tomarse como una señal de debilidad financiera por parte de las compañías emisoras. Sin embargo, la participación en el mercado extrabancario de compañías extranjeras de reconocida prestancia internacional, ha despejado por lo menos en parte los temores que pudieran existir sobre este particular. Parece que al inversionista que conoce cuál es la tasa de interés real del mercado, le interesa en mayor grado la reputación y solidez financiera de la empresa prestataria que su verdadera situación económica.

El impacto monetario de la promoción de un mercado legalizado de papeles a corto plazo se neutraliza, debido a que una proporción importante de las colocaciones potenciales, corresponde a una transferencia de fondos de mercado extrabancario al mercado abierto. El gobierno además, a través de la Junta Monetaria puede controlar el mercado al aumentar o disminuir el monto de los avales que pueden otorgar las instituciones financieras.

Los papeles a corto plazo podrían ser de varias clases. La primera consiste en la aceptación o sea la letra avalada por una entidad bancaria cuya emisión se autorizaría, como se hace en otros países, de acuerdo con normas muy claras sobre la utilización de los fondos la cual estaría bajo el control de las autoridades monetarias y bancarias.

Existe la posibilidad de que algunas entidades financieras como las compañías de seguros y las corporaciones financieras emitieran directamente y bajo su propia responsabilidad papeles a corto plazo que, al ser colocados en el mercado, suministrarían los fondos para otorgar ciertas clases de créditos. Para este fin se podría utilizar el sistema empleado por las corporaciones financieras en relación con la colocación de los bonos de garantía general que consiste en que los préstamos concedidos se desembolsan instrumentos que el cliente debe colocar en el mercado y no en dinero efectivo. Por último, ciertas compañías de reconocida reputación y solvencia podrían, como lo han hecho las compañías extranjeras ya mencionadas, colocar directamente en el mercado abierto sus papeles sin incurrir en el costo del aval bancario.

Se considera que el mercadeo de estos papeles se podría efectuar por intermedio de las bolsas de valores. Sin embargo, como requisito indispensable para el éxito en la colocación de éstos y otros instrumentos, es indispensable que se produzca no solamente un cambio en los procedimientos sino en la mentalidad misma de las personas y firmas que actúan como corredores en las bolsas. En efecto se requiere que el corredor sea un promotor y un consejero del inversionista y no como ocurre en la actualidad en la gran mayoría de los casos un simple colocador de órdenes.

La oferta y demanda en el mercado debe fijar el rendimiento de estos papeles. A este respecto es interesante mencionar la experiencia de la introducción al mercado del CAT. Este fue introducido al mercado sin una promoción adecuada por parte de la entidad emisora y los corredores de bolsa. Como resultado de las fallas iniciales en el mercadeo los CAT se vendieron con un descuento superior al 20%. Gradualmente y en la medida en que los

inversionistas apreciaron su bondad, la tasa de descuento fue disminuyendo paulatinamente hasta situarse a un nivel razonable en relación con los demás papeles del Estado.

En resumen, los valores a corto plazo que se recomiendan ofrecen varias ventajas. En primer lugar se subsana un vacío que existe en la actualidad en el mercado de capitales de Colombia tanto desde el punto de vista del inversionista como del ahorrador. En segundo, es una fuente potencial de un volumen considerable de recursos que no existen en la actualidad en el mercado de capitales de Colombia tanto desde el punto de vista del inversionista como del ahorrador. En tercero, es una fuente potencial de un volumen considerable de recursos que no existen en la actualidad o que se pueden canalizar hacia fines productivos. Cuarto, son instrumentos cuyo mercadeo a través de las bolsas de valores se puede efectuar en una forma muy sencilla y económica ya que no se requiere recurrir a la creación de una red costosa de distribución.

2. *Bonos convertibles.*

Contrario a lo que sucede en otros países latinoamericanos, la sociedad anónima colombiana no ha utilizado en una cuantía apreciable el sistema de financiación por medio de la emisión de bonos.

Esta situación se ha atribuído en primer término al alto rendimiento de los valores de interés fijo emitidos por el Estado que haría indispensable para el éxito de las emisiones de bonos privados de dotarlos de una tasa de interés comparativamente alta en relación con el costo de obtención de fondos por medio de la venta de acciones en el mercado. Se atribuye este fenómeno igualmente a la falta de demanda por parte del público que resulta de la desvalorización que sufren los papeles de interés fijo cuando se presentan fenómenos inflacionarios como los que ha vivido el país durante diferentes períodos de su historia económica.

El primero de estos argumentos no parece tener mucha validez ya que, como se indicó anteriormente, para la empresa, el costo real del dinero obtenido por medio de emisiones de papeles de renta fija se reduce substancialmente como consecuencia del hecho de que términos fiscales los intereses son un costo deducible, mientras que los dividendos no lo son. Desde el punto de vista del inversionista, experiencias recientes en el mercado indican que existe un grupo ahorrador que está dispuesto a adquirir valores de renta fija emitidos por sociedades anónimas de reconocida prestancia en el país, a cambio de una tasa de interés superior a la vigente para papeles estatales de interés fijo y libres de impuestos.

Históricamente el argumento de la desvalorización monetaria de los papeles de renta fija no es válido en períodos inflacionarios. En efecto, un análisis comparativo del comportamiento de los precios y rendimiento de las acciones y de los bonos en períodos fuertemente inflacionarios indica que, en términos reales, el inversionista hubiera logrado una mayor protección contra la desvalorización monetaria colocando sus ahorros en papeles de renta fija con un rendimiento del 15% anual. En otras palabras, las experiencias de la última década indican que en el mercado colombiano de valores, los papeles de renta fija de alto rendimiento defienden en forma más adecuada los intereses del inversionista que el conjunto de la valorización y los dividendos de las acciones. Solamente en época de estabilidad monetaria los rendimientos de los papeles de renta variable superan a los de renta fija.

La reducida utilización de bonos e instrumentos similares en la financiación de la sociedad anónima colombiana se puede atribuir, más bien, a un fenómeno de tipo institucional. En efecto, con anterioridad a la reforma tributaria del año 1954, que abolió la exención tributaria para los dividendos, la emisión de acciones era el método más atractivo de financiar las empresas por parte de los inversionistas. A pesar de las implicaciones de las nuevas medidas, los dirigentes empresariales no consideraron necesario cambiar el sistema de financiación de las compañías públicas.

El instrumento de financiación tradicional de la sociedad anónima colombiana ha sido la acción común. El mecanismo de captación de fondos ha consistido básicamente en la emisión periódica de acciones que se ofrecen preferencialmente a los tenedores de las mismas a precios bastante inferiores a los que rigen en el mercado bursátil, ofreciendo al inversionista una utilidad ocasional a cambio de una dilución en su participación en la compañía.

Los continuos aumentos de capital representan una carga cada vez más pesada para las empresas ya que como se indicó anteriormente, en Colombia, el costo de este tipo de financiación es muy alto teniendo en cuenta el alto rendimiento que exigen los inversionistas y el régimen impositivo de la sociedad anónima.

Como resultado de la operación de este mecanismo, la sociedad anónima industrial colombiana muestra en su estructura financiera una relación de endeudamiento comparativamente baja que ha implicado la creación de una especie de círculo vicioso que consiste en la necesidad de emplear una alta proporción de las utilidades de la empresa para pagar un dividendo, lo cual hace a su vez indispensable que la financiación de los ensanches se efectúe por medio de nuevas emisiones de capital, modalidad que implica pagos mayores por concepto de dividendos, cuyo desembolso absorbe un porcentaje creciente de las utilidades.

La experiencia reciente en el país, indica que este tipo de financiación ofrece graves peligros, ya que las cargas financieras hacen indispensable dedicar una alta proporción de los recursos generados por la operación, al pago de dividendos, sin que se puedan adelantar satisfactoriamente los ensanches y en muchos casos evitar la obsolescencia de sus activos fijos.

Este círculo vicioso solamente se puede romper por medio de la utilización de nuevos instrumentos de captación de ahorro. Bavaria S.A., ha sido prácticamente la única de las sociedades anónimas colombianas que ha emitido un volumen considerable de bonos. En efecto, en el año de 1960 efectuó una emisión de \$ 60 millones con un plazo de cinco años y con intereses del 12% anual, la cual fue colocada en su totalidad dentro del público inversionista. Posteriormente durante el año de 1967, la compañía lanzó al mercado una nueva emisión de bonos por valor de \$ 120 millones a una tasa de interés nominal del 16% anual y con un plazo de tres años. Esta segunda emisión se puede considerar importante no sólo por el éxito que logró la empresa al colocar, en circunstancias financieras y administrativas bastante difíciles, una cantidad muy apreciable de valores, sino también por el sistema de promoción utilizado por primera vez en Colombia. En efecto, el lanzamiento de los bonos fue presidido por una amplia e intensa campaña de propaganda de carácter nacional en la cual se utilizaron prácticamente la totalidad de medios publicitarios, siendo de gran impacto entre el público la publicidad por televisión.

Tomando como punto de partida la deficiencia en la estructura financiera actual de la sociedad anónima colombiana y el éxito obtenido en las colocaciones de interés fijo por parte de Bavaria, se considera que existe un mercado potencial para un bono convertible que combine las ventajas que las acciones ofrecen al inversionista, con el menor costo que representa para la empresa la emisión de papeles de interés fijo.

El bono convertible es un valor ampliamente utilizado como instrumento de capitalización empresarial en los países con mercados de capitales más desarrollados. Es un bono de gran versatilidad cuyas condiciones básicas se pueden amoldar fácilmente a los requerimientos financieros de las compañías que lo emiten. Consiste fundamentalmente, en un valor con rendimiento fijo el cual, como su nombre lo indica, se redime de acuerdo con las condiciones del contrato respectivo bien en acciones de la compañía a un precio predeterminado o bien en efectivo a su vencimiento.

La ventaja para el inversionista en este tipo de instrumento consiste en que obtiene una rentabilidad desde el momento en que efectúa la inversión y tiene además la posibilidad de obtener un rendimiento adicional, en el momento en que el precio de conversión prefijado se encuentra a un nivel inferior al vigente en el mercado para las acciones comunes. En el

caso de que las condiciones del mercado no sean favorables en el momento del vencimiento, recibe el importe de la inversión en efectivo.

Para la empresa, el sistema de bonos convertibles tiene igualmente varias ventajas. En primer lugar, representa un método de captar recursos ofreciendo al inversionista la posibilidad de una valorización, lo cual posiblemente implica que estos valores puedan ser emitidos a una tasa de interés inferior a la que correspondería a instrumentos de renta fija con las características tradicionales. En forma similar, es un sistema más económico que las acciones comunes, puesto que los intereses que se reconocen al inversionista son deducibles para efectos de los impuestos de renta, mientras que el pago de dividendos no goza de este privilegio.

El bono convertible es especialmente atractivo para la captación de recursos de empresas que ofrecen un potencial de utilidades a largo plazo, pero que no cuentan con un nivel de utilidades que permita sostener una tasa sostenida de dividendos a los niveles que prevalecen en un momento determinado en el mercado. Por lo tanto, durante el período de utilidades reducidas o que deban ser empleadas a fortalecer la compañía, pueden contar con recursos a bajo costo.

Desde el punto de vista de la estructura financiera de la empresa, el bono convertible puede considerarse como cuasi-capital, es decir que por su característica de convertibilidad se asemeja a las acciones comunes. Por lo tanto, bajo determinadas circunstancias, esta modalidad afecta en una forma diferente la relación de endeudamiento que los instrumentos corrientes de deuda de interés fijo.

La introducción en una forma intensiva y organizada de este papel en el mercado bursátil colombiano podría representar un gran impacto en el proceso de ampliación y democratización de este mercado. Este instrumento se ciñe a la idiosincrasia del inversionista nacional, al ofrecerle un rendimiento fijo asegurado agregando el aliciente adicional o la posibilidad de una posible futura valorización. El papel tiene la ventaja adicional de que se puede vender la idea de que protege el principal contra el proceso de la devaluación monetaria, fenómeno éste que ha sido uno de los principales obstáculos para impedir la colocación en el mercado de valores de interés fijo emitidos por las empresas privadas.

Para introducir el papel al mercado y crear confianza entre el público inversionista, especialmente en el caso de empresas nuevas, se considera conveniente que, por lo menos durante las etapas iniciales, ciertos intermediarios financieros como las compañías de seguros y las corporaciones financieras, garanticen tanto el pago de intereses y del principal al vencimiento de los bonos convertibles de empresas que ofrezcan atractivas posibilidades futuras de valorización.

Se debe tener especial cuidado en la selección de las empresas cuyas emisiones de bonos convertibles proyecten garantizar las entidades financieras. Para crear un clima de confianza entre el público inversionista sería conveniente que solamente se garantizaran emisiones de empresas que cuentan con una tradición de varios años de producir utilidades; o bien de compañías para las cuales las perspectivas de utilidades a corto plazo son claras y evidentes. No parece aconsejable inicialmente ofrecer al público los bonos convertibles de empresas de reciente promoción cuyas posibilidades de rentabilidad solamente pueden resultar a un plazo relativamente amplio, puesto que no solamente tendría garante que redimir en efectivo los valores al momento de la amortización sino que se perdería el entusiasmo del público inversionista al no verse cumplidas las posibilidades de valorización.

Se sugiere que los bonos convertibles, emitidos por las empresas escogidas y garantizados los intermediarios financieros sean inscritos en las bolsas de valores de Bogotá y Medellín.

Inicialmente, las emisiones se deben efectuar con una tasa de interés superior al rendimiento normal de las acciones de mayor movimiento en el mercado bursátil. Este rendimiento fijo debería ser del orden de un 14% anual, al cual se debe agregar como costo

para la empresa, de un 1½% a un 2% anual por concepto de la garantía. El costo del dinero resultante es comparable al que rige en la actualidad para la gran mayoría de los créditos de fomento a mediano y largo plazo y bastante más bajo que el que implicaría, después de impuestos, la emisión de acciones con un dividendo.

Existen en el mercado colombiano ciertos precedentes en relación con la colocación de bonos convertibles. En efecto, durante el año de 1965 Fabricato S.A., lanzó al mercado una emisión de \$ 25 millones con un interés del 12% anual, un plazo final de 6 años y amortización semestral. Como característica saliente de esta emisión se puede mencionar el hecho de que la compañía ofreció a los suscriptores de los títulos amortizados una prima del 10% sobre el valor de los bonos siempre que éste se destinara a la suscripción de acciones de Fabricato. Difiere esta modalidad de los bonos convertibles cuya emisión se propone en el presente estudio, en que en el caso de Fabricato la conversión se debía realizar al precio que regía en el mercado en el momento de la amortización, mientras que en el caso de los bonos convertibles la tasa de conversión se determina con anterioridad ofreciendo al inversionista la posibilidad de obtener una utilidad ocasional en el caso de que el precio en acción en el mercado se encuentre por encima del que se pactó originalmente. En el caso contrario, el inversionista solamente recibe el principal del bono amortizado.

A principios del año de 1969, la Junta Directiva de Bavaria S.A., propuso a la Asamblea de Accionistas el cambio de las acciones de los inversionistas pequeños por bonos convertibles con un interés del 16% anual. Sin embargo, esta modalidad no fue acogida por la Asamblea a pesar de que su utilización hubiera permitido un ahorro por concepto de reducción en el pago de impuestos equivalentes al valor de la emisión.

Las ventajas de la introducción de un instrumento de este tipo en el mercado de capitales colombiano, consisten fundamentalmente en crear una fuente adicional de suministro de recursos para las empresas, en forma tal, que su estructura financiera pueda mejorar al lograr un mayor grado de endeudamiento. Este fortalecimiento de la estructura financiera de la sociedad anónima permite aumentar las posibilidades de rendimiento de las acciones, ya que se logra el mismo o un nivel superior de utilidades sin que el número de acciones aumente o sea, en otras palabras, que no se diluye el interés en la forma que en la actualidad se está haciendo a través de las constantes emisiones de capital.

3. *Certificados de participación.*

Durante la presente década se han establecido en Colombia una serie de modalidades de crédito industrial de tal magnitud y características, que se puede aseverar sin lugar a equivocación que cualquier proyecto cuya evaluación demuestra su factibilidad técnica y económica, podrá contar con crédito a un costo razonable de acuerdo con las condiciones del mercado, y a plazos lo suficientemente amplios que permitan la amortización y el servicio de la deuda con base en la productividad de la iniciativa.

Mientras que al finalizar la década del 50 existía en Colombia básicamente una sola fuente de crédito a mediano plazo que correspondía a los fondos disponibles por intermedio del sistema de la banca comercial a través del Decreto 384 de 1950, en la actualidad se cuenta con una amplia gama de líneas de crédito de este tipo. Como ilustración del punto anterior, basta mencionar los recursos de crédito disponibles a través del Fondo de Inversiones Privadas; del Fondo Financiero Industrial; de la línea del Banco de la República para las corporaciones financieras; de los créditos de capital de trabajo a través de los bonos de garantía general de las mismas entidades; de los préstamos disponibles a través de la línea del Banco Mundial para las financieras; de los préstamos para importación de bienes de capital por intermedio del Instituto de Fomento Industrial; la financiación de bienes de capital de origen nacional que ofrece la misma institución, etc.

Este impulso al desarrollo industrial del país a través del suministro de crédito a mediano y largo plazo, no ha sido acompañado por una transformación de los sistemas de captación de fondos en forma de capital accionario. Este fenómeno se debe, en parte, al patrón ya anotado y que prevalece en el ahorrador colombiano, y que consiste en evaluar la bondad de la inversión en términos del rendimiento inmediato sin tener en cuenta las posibilidades futuras y en parte a las fallas de los empresarios al no diseñar nuevos instrumentos que permitan la modificación paulatina de esta actitud.

La introducción de estos sistemas y el cambio en los patrones de inversión que ellos implican no pueden resultar del esfuerzo aislado de unas pocas compañías. Su implantación en el mercado de capitales requiere de un esfuerzo conjunto de las instituciones financieras y en un mayor grado de las bolsas de valores que operan en el país.

La experiencia demuestra que existe un gran número de compañías industriales que producen un volumen adecuado de utilidades y que por razones de su crecimiento requieren capital accionario adicional. Al no existir en el mercado un mecanismo por medio del cual puedan obtener este capital, su crecimiento tiende a estabilizarse. Es indispensable si se desea impulsar el desarrollo de esta clase de empresas darles acceso al mercado de capitales por medio de instrumentos adecuados. Para lograr este objetivo es necesario que las instituciones encargadas de la promoción, apoyadas por las entidades inversionistas institucionales, impulsen con su prestigio y sus recursos esta iniciativa. De lograrse un esfuerzo conjunto se obtendría un fortalecimiento de la sociedad anónima al mismo tiempo que se lograría una mejor distribución en la tenencia de las acciones.

La reticencia del público inversionista a participar en nuevas empresas era explicable en la época en que no existían los mecanismos de evaluación de proyectos, con que en la actualidad cuenta el país y que han sido desarrollados a través de una larga y costosa experiencia por parte de las corporaciones financieras privadas y estatales. En la actualidad el país cuenta con un grupo profesional experimentado en este campo que, apoyándose en los recursos y el prestigio de estas instituciones, puede dar un alto grado de seguridad al inversionista.

La urgencia de que se tomen medidas sobre el particular, parece evidente si se observan los problemas que ha causado la introducción en Colombia del sistema de los fondos mutuos y que consisten básicamente en que su éxito ha creado la inquietud de que se esté produciendo una indebida concentración de poder en unas pocas manos. La realidad del fenómeno muestra claramente la estrechez del mercado de acciones; situación esta que no se puede solucionar oponiendo obstáculos para el crecimiento de este instrumento, sino ampliando el mercado por medio de la creación de nuevos instrumentos. De otra manera, mientras que la oferta de acciones no aumenta considerablemente, la demanda de los fondos continúa ampliándose, aumentando los precios y disminuyendo los rendimientos hasta tal punto que se desacredite el sistema, desanimando a los inversionistas y disminuyendo en esta forma el crecimiento industrial del país.

Entre los instrumentos de captación de ahorros desarrollados en Latinoamérica, se puede destacar por su importancia el establecido en Méjico por la Nacional Financiera, bajo el nombre de "certificado de participación".

Los certificados de participación de la Nacional Financiera fueron emitidos por primera vez en el año de 1941. Su desarrollo representó un esfuerzo por establecer un mercado de valores que fuera considerado como una inversión líquida en una época en que los valores gubernamentales no habían sido aceptados por los inversionistas.

De acuerdo con la legislación vigente en México existen tres tipos de certificados de participación:

1. Los certificados de productos, que representan el derecho a una parte alícuota de los rendimientos de los valores. Se caracterizan por el hecho de que los tenedores solamente

tienen derecho a los productos pero no sobre la propiedad, puesto que la entidad emisora reembolsa al vencimiento el principal de la inversión.

2. Los certificados de propiedad, que confieren a sus tenedores la parte proporcional de los bienes que conforman el fondo, de tal forma que al finalizar la vida de los certificados, sus tenedores se convierten en copropietarios de los bienes que componen el fondo.

3. Certificados que representan el derecho a una parte alícuota del producto de la venta de los bienes y que se utilizan principalmente en los casos de quiebra o liquidación.

Al tratar de aplicar la experiencia mexicana al caso colombiano es necesario tener en cuenta las diferencias históricas del desarrollo del mercado de capitales en los dos países. Como se indicó anteriormente, el certificado de participación tuvo como objetivo principal en Méjico la colocación de papeles de interés fijo que a principios de la década del 40 no se negociaban en el país, por desconfianza en el cumplimiento de las obligaciones de las entidades estatales que los emitían. En Colombia, por el contrario, el mercado de instrumentos de interés fijo tuvo su desenvolvimiento dentro de un ambiente de confianza por parte del inversionista en las entidades emisoras.

Esta diferencia implica que en Colombia el certificado de participación no puede desarrollarse como sucedió en Méjico en forma de un instrumento de renta fija. Es indispensable darle la característica de los "certificados de copropiedad industrial" que fue la única emisión que dio en realidad a los inversionistas la oportunidad de participar en la propiedad de los valores y de los rendimientos que éstos producen durante su vigencia.

Los certificados de copropiedad industrial fueron emitidos por la Nacional Financiera en mayo de 1956 con rendimiento variable en función de la productividad de los valores que constituían el fondo, el cual se integró con valores de renta fija y acciones industriales en una proporción del 50%, de cada tipo. Con el rendimiento de los papeles de interés fijo se garantizó el rédito mínimo de los certificados. Al vencimiento se otorgó a los inversionistas la opción de recibir en especie la parte alícuota de los valores o su importe en efectivo calculado con base en la cotización de los valores en el mercado en la fecha de su vencimiento.

Se considera que las corporaciones financieras y las compañías de seguros, que tienen como una de sus funciones la captación de ahorro, deberían iniciar la promoción de un papel similar al certificado de participación mejicano cuyas características principales se anotan a continuación.

En primer lugar, se considera que los nuevos valores deben denominarse bonos de participación y no certificados. El bono es un instrumento, que, como la cédula, es conocido ampliamente por el inversionista actual y potencial no sólo por contar con una larga tradición en el mercado colombiano, sino por el impacto de las repetidas campañas de promoción y propaganda con que se han impulsado durante los últimos diez años las emisiones públicas y privadas de estos papeles. Además, la legislación colombiana sobre instrumentos negociables no contempla la reglamentación de los certificados mientras que sí prevé la correspondiente a la emisión de bonos.

En relación con los rendimientos, se debe optar por un sistema similar al de los certificados de copropiedad industrial de la Nacional Financiera, arriba mencionada. El rendimiento debe ser variable en función de la productividad de los papeles que constituyan el fondo de garantía y fideicomiso por parte de la entidad que los emite. Sin embargo, para crear el clima de confianza, que es indispensable para acreditar el sistema, se considera indispensable que en las etapas iniciales se garantice, como lo hizo la Nacional Financiera para su primera emisión, un rendimiento mínimo.

El mercadeo de estos valores se debe efectuar por medio de las bolsas de valores que operan en el país.

Sin embargo, es necesario recalcar, como ya se ha hecho en varias ocasiones en este informe, que los corredores deben de actuar como promotores de las nuevas emisiones de papeles, ya que de otra manera sería más conveniente, efectivo y económico realizar el mercadeo a través de otros canales de distribución. El lanzamiento de los nuevos bonos debería acompañarse de una extensa campaña publicitaria que utilice todos los medios, procedimiento indispensable para el éxito en la colocación de nuevos papeles como lo ha demostrado la experiencia colombiana durante los últimos diez años.

Es indispensable dotar los nuevos papeles de un sistema de sustentación que permita mantener un precio mínimo o por lo menos evitar que se presenten fluctuaciones de gran magnitud. Los recursos necesarios para realizar esta labor deben provenir bien de los fondos propios de las entidades que los emiten o bien a través de un fondo especial creado especialmente por las entidades monetarias con el fin de promover este tipo de emisiones que pueden ser de carácter temporal mientras se consolida el papel en el mercado.

En vista de que se trata de introducir al mercado un instrumento cuyo rendimiento no sólo depende de los intereses o los dividendos de los valores que lo conforman, sino que adicionalmente del valor de los activos que forman parte del fondo, el éxito del sistema y la confianza que tenga el público inversionista en él, dependen fundamentalmente de la escogencia de los papeles que respaldan la inversión.

Por lo tanto los valores escogidos deben llenar dos requisitos: en primer lugar, y en vista de la preferencia del público inversionista colombiano por valores de rentabilidad inmediata, es indispensable que se incluya como parte del fondo, instrumentos que puedan producir un rendimiento a corto plazo y que por lo tanto sirvan como base para pagar el inversionista el interés nominal mínimo. En segundo lugar, los papeles de renta variable que se escojan deben claramente ofrecer posibilidad de valorización durante la vigencia del papel.

En relación con el primero de los requisitos, es indispensable incluir en el fondo valores de renta fija o variable que sean de inmediata productividad y de alto rendimiento tales como los bonos de garantía de las corporaciones financieras, los bonos convertibles y los papeles a corto plazo que se han mencionado en secciones anteriores.

En cuanto a los valores de renta variable que se podrían incluir en el fondo de respaldo, es necesario anotar que la participación de las acciones comunes debe corresponder a emisiones de empresas que tengan una alta posibilidad de producir utilidades y/o valorizaciones en un período no superior a la vida del bono. De otra manera, al momento de la amortización bien la entidad que los envíe se vería obligada a readquirir las acciones para redimir en efectivo los títulos o bien se pondría en grave peligro la aceptación del sistema o al no presentarse la valorización que esperan los inversionistas.

En la actualidad prácticamente las únicas entidades financieras que cuentan con un portafolio de acciones de industrias nuevas que por sus características tienen posibilidades en el futuro de negociar sus acciones en las bolsas de valores son las corporaciones financieras. Estas entidades han promovido y desarrollado una serie de proyectos que ya se encuentran en la etapa de consolidación al haberse resuelto, en la gran mayoría de los casos los problemas inherentes a la creación de industrias de gran tamaño. Otra de las alternativas para obtener papeles que llenen los requisitos necesarios, consiste en que las entidades que van a emitir estos nuevos instrumentos tratan de promover la transformación de ciertas sociedades anónimas de tipo familiar o cerrado en compañías accesibles al público en general.

Capítulo 13

NUEVO INDICE DE COTIZACION DE ACCIONES PARA LA BOLSA DE BOGOTA

Por ARMANDO GOMEZ R. y
EDGAR DIAZ B.

I. Presentación.

Consideraciones sobre los actuales índices de cotizaciones de acciones, referentes a lo anticuado de las bases, deficiente cobertura, falta de ponderación y una estructura adecuada para fines de análisis, indujeron al Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República a preparar un nuevo índice.

Se espera que el indicador mencionado refleje en mejor forma el movimiento mensual de las cotizaciones y que sea un instrumento de amplia utilidad para tomar decisiones en el mercado financiero.

El índice contempla, en principio, solamente las cotizaciones en la Bolsa de Bogotá, aspecto que naturalmente constituye una limitación del mismo. Sin embargo, en un futuro próximo se ampliaría a las de la Bolsa de Medellín, con miras a lograr de esta forma indicadores individuales de estos mercados y uno de carácter nacional.

La elaboración de este trabajo estuvo a cargo especialmente de Armando Gómez R. y Edgar Díaz B., funcionarios del Departamento de Investigaciones Económicas, quienes contaron con la colaboración de las secciones de Programación y Procesamiento de Datos del Departamento de Sistemas de la Entidad.

II. Introducción.

En los últimos años, el mercado de valores ha señalado un rápido crecimiento; sin embargo los indicadores necesarios para medir la evolución de sus distintos aspectos no presentan un desarrollo paralelo.

Concretamente en el campo de los precios, actualmente se publican dos índices elaborados por la Bolsa de Bogotá con bases diferentes: 1934 = 100 el uno; y el otro 1953-1955 = 100. Los lejanos períodos de referencia y la poca representabilidad de estos índices hacen deseable su reestructuración de tal forma que se logre un indicador que refleje mejor el comportamiento en los precios mensuales de los papeles de renta variable.

Este documento, presenta en forma sucinta, la metodología para un nuevo índice que reemplace a los existentes, así como los resultados obtenidos de su aplicación para los años 1968 - 1969 y 1970, y lo corrido del presente año, con base en 1968.

III. Fuente de información.

La información básica para el nuevo índice se obtiene del "Informe mensual de comercio de valores", publicado por la Bolsa de Bogotá en los tres primeros días del mes siguiente al que se refiere la información. Las cifras del valor total de las operaciones correspondientes a cada una de las distintas acciones se divide por la cantidad de ellas transadas, obteniendo así precios promedios de transacciones efectivas; estos precios constituyen la información básica.

IV. Período base.

Se eligió como período base de comparación el año de 1968 = 100 teniendo en cuenta los siguientes factores:

- a) Necesidad de conocer las variaciones de las cotizaciones promedio con una base reciente;
- b) La relativa estabilidad económica experimentada en 1968 frente a similares períodos de la década señalan este año como apropiado para tomarlo como período de referencia;
- c) Otros índices económicos van a cambiar su base a este año, lo cual permitirá mejor comparabilidad;
- d) Igualmente, el Fondo Monetario Internacional va a cambiar el período de referencia de sus indicadores financieros de 1963 a 1968, facilitándose así la comparabilidad internacional; y,
- e) Se ha eliminado la posibilidad de elegir un período base más amplio para evitar la pérdida de significación en las comparaciones.

V. Clase de índice.

En contraste con los existentes que son promedios geométricos simples de cotizaciones y de base fija, el adoptado es "ponderado" y del tipo de eslabones encadenados; sus movimientos mostrarán por lo tanto las variaciones en las cotizaciones, habida cuenta del cambio en la estructura del mercado bursátil.

VI. Estructura del índice.

El índice se ha estructurado teniendo en cuenta la presentación más conveniente para nuestro medio y la última Clasificación Internacional Uniforme de todas las Actividades Económicas. (Serie M. No. 4, Rev. 2 de la Oficina de Estadística de las Naciones Unidas). Se distinguen seis grupos principales y ocho subgrupos: y dentro de estos pueden presentarse los índices a nivel de empresa. De las 113 empresas inscritas en la Bolsa de Bogotá en 1968, fueron incluidas las 87 que registraron movimiento durante ese año; sin embargo, la clase de índice empleado permite la adición de nuevas empresas.

VII. Ponderaciones.

Como factor de ponderación a nivel de grupo y subgrupo se toma el volumen o cantidad de acciones transadas en un período de 12 meses, término que se mantendrá movable a través del tiempo. Lo anterior, para eliminar las importancias indebidas de los sucesos temporales, a veces comunes, como las oscilaciones estacionales o similares, que ocurren en lapsos cortos, mes o de trimestre.

VIII. Fórmulas de cálculo.

Para los relativos o eslabones se emplea la siguiente fórmula de tipo agregativo:

$$I'_n = \frac{\sum P_n Q_n}{\sum P_{n-1} Q_n} \times 100$$

donde:

- I'_n = Índice del período corriente referido al período inmediatamente anterior (eslabón).
- P_n = Precio medio de la acción en el mes corriente.
- P_{n-1} = Precio medio de la acción en el mes anterior.
- Q_n = Cantidad de acciones transadas en el último año móvil; últimos 12 meses.

El empleo de esta fórmula permite mantener actualizadas las ponderaciones, introducir nuevas acciones y eliminar las que dejen de cotizarse.

El índice encadenado se obtiene, tanto para empresas como para subgrupos, grupos y total, mediante la siguiente relación:

$$I_n = I'_1 : I'_2 \dots I'_n = \pi \frac{\sum P_n Q_n}{\sum P_{n-1} Q_n} \times 100$$

donde: I_n = Índice encadenado a la base y obtenido por sucesivas multiplicaciones de las relaciones parciales: $I'_1 \cdot I'_2 \dots I'_n$

IX. Ajustes.

Se tienen en cuenta y se hacen los ajustes necesarios en el mes correspondiente, cuando ocurren novedades normales en este tipo de mercado como las siguientes:

1. División de acciones.

El precio del mes anterior, en que una empresa ha decidido efectuar este tipo de operación es dividido por el número de partes objeto de la división, número que también sirve como factor para modificar el total de acciones acumulado en los últimos 12 meses. Para los meses siguientes el proceso se realiza normalmente, teniendo en cuenta que el número de acciones que debe ser restado (del mes $N - 12$) se amplifica por el número de veces de la división.

2. *Reunión de acciones.*

Se realiza el ajuste equivalente al descrito en el punto anterior, con las correspondientes operaciones contrarias.

3. *Retiro de inscripción de nuevas empresas.*

En el primer caso, al calcular el relativo se excluirían las empresas correspondientes en todo el período móvil referente a la ponderación y en el segundo caso, simplemente se incluyen en el grupo o subgrupo correspondiente.

4. *Sin movimiento en un año.*

En el caso de que una empresa no registre operaciones en el año móvil considerado, se asumirá sucesivamente como volúmen de transacciones el de una acción, con el objeto de mantener los productos en las fórmulas de cálculo.

X. Procesamiento de los datos y periodicidad.

La periodicidad del índice será mensual y se espera presentarlo en los cinco primeros días de cada mes. El procesamiento se realiza en su mayor parte a través de computador y el trabajo manual se reduce al registro de los precios promedios de las acciones y a los ajustes necesarios.

XI. Presentación y publicación.

Los resultados se publicarán mensualmente en la Revista del Banco de la República y consistirán en el índice total y en los índices correspondientes a los niveles de grupos y subgrupos de acuerdo a la clasificación adoptada. Además, los correspondientes a los que miden el movimiento de acciones individuales estarán disponibles, para consulta especialmente de la bolsa y de las empresas inscritas.

Se transcribe a continuación y en forma de anexo, la clasificación de las empresas que sirvieron de base para la estructuración del índice (cuadro 13.1), la cual es revisada en la medida en que ocurre la inscripción de nuevas sociedades en la bolsa, o la liquidación de las existentes.

Finalmente, se inserta el cuadro 13.2 con los índices total y de los cinco grupos más importantes, desde diciembre de 1968 hasta abril de 1971, obtenidos con el método descrito.

XII. Anexo.

CUADRO 13.1 – ESTRUCTURA. CLASIFICACION UTILIZADA PARA CALCULAR EL INDICE

Grupo	Subgrupo	Título	Grupo	Subgrupo	Título
2		Explotación de minas y canteras			
		Carboneras Samacá			
3		Industrias manufactureras			
	31	Productos alimenticios, bebidas y tabaco			
		Andina			
		Bavaria			
		Cervecería Unión			
		Colombiana de Tabaco			
		Gaseosas Postobón			
		Ingenio Manuelita			
		Ingenio Providencia			
		Industria Harinera			
		Nacional de Chocolates			
		Noel			
	32	Textiles, industria vestido, cuero			
		Alicachín			
		Calcetería Helios			
		Caucho Grulla			
		Celanese			
		Coltejer			
		Colombiana de Curtidos			
		Confecciones Colombia			
		Confecciones Primavera			
		Fabricato			
		Hilandería del Fonce			
		La Garantía A. Dishington			
		Manufacturas la Corona			
		Paños Colombia			
		Paños Vicuña			
		Tejicóndor			
		Tejidos Unica			
		Tejidos Unión			
		Textiles Pepalfa			
	36	Productos minerales no metálicos			
		Cementos Argos			
		Cementos Caldas			
		Cementos Caribe			
		Cementos Diamante			
		Cementos Nare			
		Cementos Samper			
		Cementos Valle			
		Eternit del Atlántico			
		Eternit Colombiana			
		Eternit del Pacífico			
		Ladrillos Moore			
		Manufacturas de Cemento			
	37	Industrias metálicas básicas			
		Empresa Siderúrgica			
		Industrias Metalúrgicas Apolo			
		Metalúrgicas Boyacá			
		Paz del Río			
		Siderúrgicas del Pacífico			
		Talleres Centrales			
			39		Industrias diversas
					Fosforera Colombiana
					Icollantas
					Ifsa
					Imusa
					Incorsa
					Industrias Mangle
					Muebles Arctecto
					Tubos Moore
			6		Comercio por mayor, menor, restaurantes y hoteles
					Codi Petróleos
					Colombiana de Gas
					Hotel Caribe
			7		Transportes y comunicaciones
					Avianca
					Funicular Monserrate
					Teleférico Monserrate
			8		Establecimientos financieros, seguros, bienes inmuebles
			81		Establecimientos financieros
					Banco de Bogotá
					Banco de Colombia
					Banco Comercial Antioqueño
					Banco del Comercio
					Banco Grancolombiano
					Banco Industrial Colombiano
					Banco de la República
			82		Seguros y finanzas
					Colombiana de Seguros
					Suramericana de Seguros
					Seguros Bolívar
					Bolsa de Bogotá
					Capitalizadora y Ahorros Bolívar
			83		Bienes inmuebles
					Colinsa
					Edificio Pasaje Sucre
					Edificio Agricultores de Colombia
					Fondo Ganadero de Antioquia
					Fondo Ganadero de Caldas
					Regalías Petrolíferas
					Inversiones Aliadas
					Inversiones Bogotá
					Inversiones Fenicia Privilegiadas
					Inversiones Fenicia Ordinarias
					Inversiones García Paredes
			9		Servicios comerciales, sociales y personales
					Clínica Marly
					Cine Colombia
					Hipódromo de Techo

CUADRO 13.2 – INDICE DE COTIZACIONES DE ACCIONES. BOLSA DE BOGOTA
(1968 = 100)

Períodos	Total	Industria manufacturera	Finanzas, Seguros Bienes, Inmuebles	Comercio	Transporte y comunicaciones	Servicios
1968	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1969	116.6	110.8	125.5	137.6	115.3	134.9
1970	128.4	121.2	138.5	184.7	102.4	166.0
1968 Diciembre	107.4	108.9	105.6	108.7	103.6	109.5
1969 Enero	113.6	115.3	111.5	110.7	108.4	118.9
Febrero	114.9	114.2	116.4	110.0	118.4	121.5
Marzo	113.6	108.4	121.8	112.3	120.3	122.4
Abril	112.2	107.8	119.2	114.0	117.1	130.8
Mayo	113.7	107.7	123.4	123.4	114.6	131.3
Junio	112.6	104.5	125.5	133.1	116.5	131.1
Julio	113.1	103.2	128.8	156.5	116.9	127.8
Agosto	114.1	104.7	128.8	158.5	123.9	127.7
Septiembre	115.6	107.3	128.2	156.0	114.9	139.1
Octubre	118.9	111.6	129.9	148.6	114.1	137.5
Noviembre	129.3	123.7	136.8	160.6	111.4	165.1
Diciembre	127.0	120.8	135.7	167.7	106.6	165.1
1970 Enero	137.3	130.3	147.2	173.1	108.9	181.8
Febrero	132.5	124.5	144.3	177.0	107.2	182.9
Marzo	128.1	119.4	141.2	196.8	105.8	175.8
Abril	130.7	123.8	140.0	188.2	106.2	175.1
Mayo	126.5	120.4	134.2	187.7	105.4	167.8
Junio	121.2	114.4	130.6	185.8	101.3	156.6
Julio	120.9	113.5	131.8	185.9	101.1	150.0
Agosto	133.2	125.6	144.1	186.6	100.7	169.0
Septiembre	131.4	123.9	142.0	185.7	96.3	172.9
Octubre	129.0	121.7	139.2	189.3	101.1	162.7
Noviembre	125.3	118.8	133.9	178.6	96.3	149.0
Diciembre	124.4	117.9	133.1	181.9	98.2	148.3
1971 Enero	128.6	121.8	137.8	185.0	102.3	168.6
Febrero	124.5	117.2	135.0	185.0	101.7	168.6
Marzo	119.9	112.7	130.3	199.7	101.5	168.6
Abril	111.4	103.5	123.5	195.2	96.5	120.4
Mayo	112.0	104.0	124.2	195.2	95.8	128.9
Junio	104.6	96.8	116.7	169.8	90.6	115.7
Julio	107.2	99.2	119.6	176.5	93.6	117.0
Agosto	105.3	98.0	116.4	178.1	90.6	116.6
Septiembre	101.1	94.9	110.0	178.1	88.9	109.3
Octubre	96.2	89.8	105.8	177.6	88.0	108.4

Capítulo 14

EL MERCADO EXTRABANCARIO EN COLOMBIA

Por LUIS GUILLERMO SOTO

I. Conclusiones y recomendaciones.

1. Conclusiones.

A. La necesidad de acudir al mercado extrabancario surge cuando las personas naturales o las empresas no ofrecen garantías o contraprestaciones suficientes a los bancos para obtener todos los recursos que requieren, situación que se agrava por la débil estructura de las empresas en Colombia, en las cuales el endeudamiento es muy elevado con relación al patrimonio.

B. Parece faltar un mecanismo que permita a las empresas emitir *debentures* a corto y mediano plazo, que podrían ser tomados por los bancos con rendimientos superiores a los de cartera ordinaria, a fin de poder compensar, mediante éste, la falta de contraprestaciones.

C. Para poner en contacto oferente y demandante de dinero en el mercado extrabancario, se han establecido firmas y personas naturales dedicadas a tal oficio. Algunas de ellas representan instituciones extranjeras e internacionales que transfieren ahorros del exterior hacia Colombia, la mayoría mediante la concesión de préstamos en dólares con aval bancario.

2. Recomendaciones.

A. Que se estudie la posibilidad de que empresas de primer orden emitan *debentures* a corto y mediano plazo que pueden ser adquiridos por el sistema bancario. Esto deberá llevar la aprobación de una Comisión Nacional de Valores que podría funcionar como dependencia de la Junta Monetaria.

B. Que se reglamente la operación de firmas que actúen en el mercado extrabancario y que su inspección y vigilancia sea encomendada a la Superintendencia Bancaria.

C. Que se ahonde en el estudio de este mercado, a fin de tratar de cuantificarlo y conocer con más exactitud las realidades imperantes.

II. El por qué del mercado extrabancario.

1. Costo de financiación.

Quando se observa el tipo de interés que rige en el mercado extrabancario, se piensa que al mismo sólo acuden empresas o personas en estado de extrema iliquidez, a las cuales importa

más ésta que la rentabilidad. Sin embargo, es conveniente tener en cuenta que cuando los bienes o servicios producidos pueden ser vendidos con costos de financiación iguales a los que rigen en el mercado extrabancario, las empresas no tienen problemas en tomar fondos a tales tasas. Otra consideración importante es el hecho de que los costos de financiación sólo influyen sobre el costo de producción y que la utilidad representa una parte del precio de venta, lo que hace que se diluyan los costos de financiación. Ejemplo: Si una firma obtiene dinero al 30% anual para aplicarlo a la producción de un bien en el cual tiene una utilidad del 33%, el costo de financiación en el producto final será únicamente del 20%, e irá rebajando de acuerdo a las veces con que rote la producción en el año.

Una explicación más empírica sería de que mientras se obtenga una utilidad mayor al costo del dinero, la gente estará dispuesta a tomar préstamos a cualquier tipo de interés.

2. *Quienes acuden al mercado extrabancario.*

A dicho mercado acude una extensa gama de empresas y familias por los motivos que adelante expondremos:

A. Algunos no ofrecen garantías suficientes a los bancos y por lo tanto no son sujetos de crédito.

B. Otros, entre ellos empresas de gran capacidad económica, no ofrecen al sector bancario las contraprestaciones necesarias para contar con el volumen de crédito que necesitan para el normal desarrollo del negocio. Entre ellas cabe mencionar aquéllas que producen bienes y equipos denominados de capital.

En este último caso se trata de empresas que deben vender buena parte de su producción a mediano plazo —de uno a tres años— y mantienen además un elevado volumen de existencias que representan una inversión considerable, así como en muchos casos, depósitos de importaciones por sumas elevadas.

Con la estructura descrita, lógicamente no hay contraprestaciones apropiadas para los bancos, pues como es conocido, para la concesión de créditos, éstos se basan, en buena parte, en los promedios reales en cuenta corriente que maneja cada cliente.

A los fenómenos anotados se une la inadecuada estructura financiera de las empresas en los países en vías de desarrollo, en donde el endeudamiento es elevado para equipos y construcciones y el capital de trabajo se aspira a conseguirlo en su casi totalidad en forma de préstamos.

3. *Crédito bancario, solución?*

Una solución simplista al mercado extrabancario parece ser el aumento de la capacidad crediticia del sistema bancario mediante una reducción de encajes o de los depósitos de importación en el Banco de la República, fórmulas que generarían capacidad de aumentar las colocaciones al sistema bancario y por ende, atender parte de la demanda de dinero que se orienta hacia el mercado extrabancario.

Tal medida, sin embargo, podría traer una aceleración del proceso inflacionario que a su vez influye sobre el tipo de interés por los siguientes motivos:

A. Aumenta la expectativa en algunos negocios, lo que hace que se puedan pagar tipos de interés superiores con tal de hacerse a fondos para aprovechar las alzas de precios en algunos artículos.

B. Como quiera que uno de los componentes del tipo de interés es la medida de la elevación del nivel de precios en determinado período, un aumento en el proceso inflacionario hace que el tipo de interés aumente debido a que dicho proceso es uno de sus componentes.

Las consideraciones anteriores son fácilmente comprobables en países con un proceso agudo de inflación, en donde los medios de pago suben en promedios apreciables todos los años y el tipo de interés alcanza niveles elevadísimos.

La solución pues, radica en una de estas dos alternativas:

- a) Un aumento de ahorro interno; o,
- b) La consecución de fondos en el exterior para suplir la falta de ahorro interno, aunque ésta es una de las principales fuentes de provisión del mercado extrabancario.

4. *Resumen.*

De las consideraciones anteriores podemos concluir que en países en proceso de desarrollo existen por lo general dos mercados paralelos de dinero cuyo acercamiento está condicionado al logro de un determinado nivel de desarrollo.

III. Diferentes clases de mercado extrabancario y fuentes de recursos del mismo.

Dentro del mercado extrabancario podemos identificar tres sistemas perfectamente definidos a saber:

1. *Préstamos entre personas naturales.*

Dicho mercado —del cual excluirémos préstamos de favor—, tienen ocurrencia cuando el demandante no tiene acceso al crédito del sistema bancario o tiene copados sus cupos en el mismo.

En este caso los términos y condiciones en que son concedidos los préstamos difieren sustancialmente de acuerdo al plazo, las cuantías y garantías ofrecidas.

2. *Concesión de préstamos a empresas por personas naturales.*

Muchos de los ahorradores que ofrecen fondos a empresas los conceden mediante la simple firma de un pagaré por parte de la empresa, la sesión por parte de ésta de letras endosadas recibidas de sus distribuidores, o la sesión de una carta de crédito abierta por un banco que garantiza el pago de la suma.

En el caso de subsidiarias de empresas extranjeras, se acostumbra en ocasiones, que la casa principal o un banco extranjero, garantice los pagarés emitidos cuando se trata de sumas considerables.

3. *Intermediarios especializados.*

En los últimos años se han venido estableciendo firmas intermediarias que captan fondos de ahorradores nacionales y extranjeros que tienen como principal finalidad atender la demanda de dinero en el sector extrabancario, mediante el cobro de una comisión por la consecución de los recursos.

En algunos casos llevan a cabo además actividades tales como la compra y venta de títulos gubernamentales y de bonos de corporaciones financieras.

Dicha actividad es perfectamente lícita y cumple una función económica, como es poner en contacto a oferentes y demandantes de dinero.

4. *Como se provee el mercado extrabancario.*

El mercado extrabancario, como ya se indicó, recurre al mercado interno y externo para la provisión de fondos. Dentro del mercado interno debemos distinguir los fondos provenientes de personas naturales y los provenientes de empresas organizadas.

5. *Fondos nacionales.*

Dentro de la primera cabe mencionar que buena parte del dinero que tradicionalmente se colocaba mediante la constitución de hipotecas, se ha volcado hacia el mercado extrabancario organizado, o sea, aquél garantizado con cartas de crédito del interior o cesión de cartera. Así mismo, parte del ahorro que antes se dedicaba a la compra de papeles bursátiles o iba a engrosar los fondos mutuos nacionales, está buscando el mercado extrabancario dada la mayor rentabilidad que pueden obtener y en algunos casos, la evasión de impuestos que este mercado le ofrece.

Lógicamente, la casi totalidad de las empresas grandes que toman fondos en el mercado extrabancario, declaran a quienes han pagado los intereses y por tanto éstos son gravables; no sucede lo mismo en el caso de pequeños negocios o personas naturales, pero en este caso, lógicamente, el factor riesgo es mucho mayor que en el de las empresas organizadas. Otra fuente de recursos nacionales que atiende el mercado extrabancario está constituida por fondos de ahorros y cooperativas que encuentran en dicho mercado una alta rentabilidad y la forma de programar sus flujos de caja, principalmente cuando negocian con compañías de primer orden o toman como garantía cartas de crédito bancario.

6. *Fondos del exterior.*

En cuanto a los fondos del exterior, es bien conocido que existen diferentes empresas extranjeras e internacionales que están representadas en Colombia, dedicadas a esta actividad y que la mayoría de ellas actúa a través de los mecanismos legales establecidos, o sea, registrando los préstamos en el Banco de la República y ciñéndose al tipo de interés que en moneda extranjera permite la autoridad monetaria.

Sobre este caso cabe mencionar que algunos países, Méjico por ejemplo, utiliza en forma bastante amplia recursos de este tipo, hecho que se facilita por tener moneda convertible y estable con relación al dólar.

IV. Componentes del tipo de interés.

En la determinación del tipo de interés intervienen cuatro factores principales, a saber:

1. El costo administrativo.
2. El riesgo.
3. Inflación o depreciación de la moneda.
4. El costo del dinero.

1. *Costo administrativo.*

Por costo administrativo entendemos todos aquellos en que incurren los intermediarios financieros en el proceso de recibir y administrar los fondos obtenidos de terceros. Estos varían sustancialmente de acuerdo a la clase de intermediario, presentándose en algunos, factores que no se encuentran en otros, por ejemplo:

A. En los bancos.

En los bancos, el costo de administrar cuentas corrientes, que a su vez está influenciado por los siguientes factores:

- a) El promedio real mensual de las cuentas corrientes – promedio que resulta de restar a los saldos diarios, los cheques negociados sobre otras plazas y giros sobre canje;
- b) El número de movimientos en cada cuenta en el mes; y,
- c) Los costos del local, de personal y de supervisión a repartir entre la masa de recursos que maneje cada banco.

B. En el sector de seguros y capitalización.

En sociedades de capitalización y de seguros, el costo está influenciado en buena parte por la comisión que se reconoce al agente colocador y en otros sectores por factores inherentes a la índole de cada negocio.

En el caso de los bancos las bajas en la productividad a que parecen haber conducido la proliferación de oficinas bancarias, es causante, en buena parte de la elevación del tipo de interés en dicho sector. Este fenómeno ha hecho que el tipo de interés bancario en algunos países que atraviesan un agudo problema inflacionario, alcance niveles hasta del cuarenta por ciento anual.

En los intermediarios que adquieren sus recursos mediante la emisión de valores de renta fija, los costos administrativos deben ser meticulosamente calculados a fin de que el interés que se carga al usuario final involucre a más de dichos costos, la utilidad que se considera apropiada. En los bancos y corporaciones financieras el costo administrativo fluctúa entre el uno y tres por ciento anual, siendo el más elevado el correspondiente al sector bancario.

C. En el mercado extrabancario.

En el caso del mercado extrabancario existen dos factores que hacen que el costo administrativo sea exiguo en relación a bancos. Estos son:

- a) La organización relativamente simple de los intermediarios que actúan en este sector; y,
- b) El hecho de que muchas de las operaciones sean hechas a un solo vencimiento, lo cual minimiza el costo de administración de cartera.

2. Inflación o depreciación de la moneda.

Al tratar este componente del tipo de interés deben diferenciarse dos situaciones:

A. Préstamos con fondos propios.

B. Préstamos con recursos ajenos.

A. Préstamos con fondos propios.

Quando se prestan los recursos propios, el ahorrista espera que se le devuelva igual capacidad de compra a la que tienen los fondos entregados; o sea, que se le reconozca la depreciación de la moneda o la inflación, siendo éste uno de los factores que, para el caso colombiano, más influye en el costo del dinero extrabancario.

En Colombia, hasta el presente, el único caso en que reconocemos explícitamente este factor, es el de los bonos de valor constante que emiten el Banco Central Hipotecario y el

Instituto de Fomento Industrial, IFI, y absorbe el Instituto Colombiano de los Seguros Sociales, ICSS.

Lógicamente, dicho factor es igual a la expectativa de aumento del nivel general de precios en el período en que se entrega el dinero en mutuo.

B. Préstamos con recursos ajenos.

Estos recursos pueden ser:

- a) Internos; y,
- b) Externos.

a) *Recursos internos.*

Cuando se presta con recursos ajenos internos, pueden presentarse dos situaciones diferentes:

- Que al tomar dichos fondos se haya pactado cláusula de mantenimiento de valor; y,
- Que no se haya pactado mantenimiento de valor, (caso de los fondos captados por los bancos, compañías de capitalización, etc.), situación que influye en que los bancos tengan tipos de interés inferiores en más de un 50% al que prevalece en el mercado extrabancario.

b) *Fondos extranjeros.*

Cuando se prestan fondos extranjeros, para ser a su vez traspasados a un beneficiario final, se sigue alguna de estas prácticas:

- Traspasarlos en moneda extranjera asumiendo el usuario final el riesgo cambiario, caso en el cual los tipos de interés son 2 o 3 puntos por encima de aquél al cual ha conseguido el prestatario extranjero, diferencia que cubre en buena parte el costo administrativo; y,
- Se presta en pesos a una tasa de interés que involucre el proceso de desvalorización del peso frente al dólar.

3. *Riesgo.*

El grado en que este factor influye en el tipo de interés varía sustancialmente de acuerdo a la clase de beneficiario del crédito y aún del intermediario.

Para minimizar el mismo, los intermediarios llevan a cabo estudios detenidos sobre la moralidad comercial del solicitante; de su capacidad económica; y en algunos casos, del proyecto a financiar en sí. Asimismo, exigen garantías reales —hipotecas y prendas—; endoso de deudas de terceros o de instrumentos negociables girados por terceros; firma de codeudor; y últimamente, aun el endoso de pólizas de seguros de vida.

En el caso del mercado extrabancario organizado, como se indica adelante, las garantías están en buena parte constituídas por cartas de crédito bancarias o endoso de cartera, garantías bancarias ofrecidas por bancos del exterior, lo que hace que el riesgo sea mínimo y lógicamente influya poco en el tipo de interés.

Quizá la única medición que existe sobre la influencia del riesgo en el tipo de interés, está constituída por el valor de las colocaciones que los bancos solicitan castigar anualmente a la Superintendencia Bancaria y que en ningún momento llega al ½% anual del valor de las mismas. Sin embargo, que éste puede ser el costo aproximado del factor riesgo en el tipo de interés en el mercado bancario y en el extrabancario organizado.

4. Costo del dinero.

Como quiera que se conoce el tipo de interés extrabancario para el usuario final, que es de aproximadamente un 32% anual, trataremos de llegar al costo del dinero deduciendo del 32% el valor de cada uno de los factores así:

A. Riesgo ½%.

B. Inflación 8%.

C. Costo administrativo.

a) En el sector bancario 3%.

b) En el sector extrabancario, 3%, incluida la comisión de colocación del 2% por una sola vez, que representa la utilidad.

D. Costo de garantías y contraprestaciones a los bancos por expedir cartas de crédito 5%. Las empresas que logran colocar directamente su cartera no incurren en este costo.

E. Costo del dinero 15½% anual.

Lógicamente los bancos exigen otras contraprestaciones a la clientela por la concesión de préstamos, tales como: manejo de cuenta corriente; negocios de comercio exterior; cobranzas; fiduciaria, etc. Para compensar la diferencia entre el promedio anual del tipo de interés bancario 12% aproximadamente y el costo del dinero, así como cubrir los riesgos y el costo administrativo. Dicha diferencia explica la incapacidad del sistema bancario para atender el volumen de solicitudes de crédito debidamente calificadas que recibe: ya que las empresas aspiran a tener la mejor proporción de crédito bancario, dado el costo tan reducido en relación al tipo de interés que rige en el mercado extrabancario.

V. Los bancos y el mercado extrabancario.

Si bien el nombre de mercado extrabancario sugiere que las operaciones están por fuera del sistema bancario, éste último proporciona en buena parte, los elementos necesarios para que el mercado extrabancario funcione, principalmente a través de cartas de crédito, aceptaciones y avales.

1. Cartas de crédito.

Mediante las cartas de crédito del interior, el banco está garantizado que en determinado plazo, y una vez cumplidos determinados requisitos —entrega de la mercancía por ejemplo— hará un pago por cuenta del cliente.

2. Aceptaciones.

Una vez que en la carta de crédito se ha fijado el plazo de pago, éste pasa a convertirse en aceptación. Dichos instrumentos han reemplazado prácticamente el aval bancario, ya que vienen siendo transferidos y por tanto garantiza a quien entrega el dinero en préstamo, o adquiere carta de crédito, que es una entidad bancaria la que hará el pago de la suma estipulada en la carta, una vez llenados los requisitos en ella estipulados, tales como facturas, etc.

3. Contraprestaciones a los bancos.

La contraprestación obtenida por los bancos por la expedición, varía desde el uno y medio por ciento anual en el caso de las cartas de crédito, hasta el cuatro y medio por ciento anual en el caso de las aceptaciones, más la comisión de apertura 0.375 del uno por ciento.

A su vez los bancos tienen otros ingresos importantes por la expedición de cartas de crédito y aceptaciones, a saber:

A. Por lo general el cliente, por cuenta de quien se emite la carta de crédito, debe dejar en el banco el 120% en letras, facturas u otras obligaciones comerciales a cargo de terceros, con fechas de vencimiento anteriores a las de la carta de crédito. Esto para garantizar que al momento de efectuarse el pago existan fondos suficientes en cuenta corriente, en abonos diferidos o depósitos en garantía para atender el pago.

B. Comisiones por la cobranza de las letras, que varía entre el 0.250 y el 0.500 % de acuerdo al valor de las letras.

C. Las sumas recaudadas por el concepto anterior son llevadas a la cuenta abonos diferidos, o depósitos en garantía según el caso, lo cual constituye un recurso importante para el banco.

D. Las firmas por cuenta de las cuales se emiten las cartas de crédito manejan a su vez cuentas corrientes en los bancos y muchas veces aquellos intermediarios financieros que se ocupan de poner en contacto demandante y oferente también manejan depósitos en los bancos.

4. *Avales.*

Otra de las formas de ayuda de los bancos al mercado extrabancario lo constituyen los avales en moneda extranjera que los bancos otorgan a favor de determinado cliente, y que les permiten a éstos conseguir préstamos de bancos o instituciones extranjeras que actúan en el país. La moneda extranjera es vendida al Banco de la República, quien se obliga a venderla nuevamente al cliente al finalizar el plazo del préstamo, a la cotización vigente al momento de la reventa.

Por la expedición de dichos avales, los bancos obtienen una comisión de aproximadamente el tres por ciento anual. En algunos casos se generan negocios similares a los que dan origen las cartas de crédito y aceptaciones, o sea, que las firmas por cuenta de las cuales se expide un aval, dejan en los bancos letras y otros efectos al cobro que generan comisiones y lógicamente depósitos o abonos diferidos cuando son cobrados. Sin embargo, dado que los avales son generalmente a mediano plazo, la garantía ofrecida es casi siempre prendaria o hipotecaria.

5. *Otras consideraciones.*

Como puede verse en la anterior descripción el mercado extrabancario organizado, necesita estar complementado por el sistema bancario para que pueda operar normalmente. Otra consideración importante es que las sumas que se mueven en el mercado extrabancario permanecen consignadas en los bancos, bien en poder del ahorrador, bien en la firma intermediaria, o bien del usuario final, no restándole por tanto capacidad de crédito al sistema bancario; tampoco influyendo en el total de los medios de pago, ya que las firmas que operan en este mercado no tienen, como sí lo tienen los bancos, capacidad para multiplicar los medios de pago, mediante la creación secundaria de depósitos.

Parte IV

FLUJO DE FONDOS EN LA ECONOMIA
COLOMBIANA

Capítulo 15

CUENTAS DE FLUJO DE FONDOS

Preparación y uso para fines de la política colombiana de desarrollo

Por CLARK W. REYNOLDS,
DANIEL SCHLESINGER y
ARMANDO GOMEZ

I. Breve nota sobre el origen del proyecto.¹

Estos datos preliminares sobre el flujo de fondos en Colombia para los años 1963 a 1969 basado en la estructura de activos y pasivos en los años 1966 y 1969, surgieron de la combinación de la necesidad analítica y de la preocupación profesional del estado de los flujos financieros y la relación de éstos con los flujos reales de la economía colombiana. El Banco de la República consideró importante preparar una serie de cuadros sobre flujo de fondos en Colombia antes de mi llegada en 1970. Mi viaje tenía por objeto hacer unas investigaciones, patrocinado por el Social Science Research Council y por la Universidad de Stanford. De acuerdo con esto, mis intereses coincidieron con los del Banco viendo la necesidad de preparar un estudio básico de estadísticas sobre los flujos financieros. Propuse entonces que empezáramos a trabajar en este objetivo y conté con la cooperación del personal en particular con la de los doctores Miguel Urrutia y Jaime Sabogal, quienes han seguido contribuyendo eficazmente en este estudio. Además he tenido la oportunidad de trabajar con la doctora Mary Procter quien me ha asistido en las investigaciones. La doctora Procter preparó en julio y agosto la primera parte del estudio, sacando los primeros cuadros de activos y pasivos en el sistema de crédito colombiano durante los años 1963-66 y 69. La mayor parte de este análisis se basa en estos cuadros.

En la primera fase de mi investigación sobre el crecimiento económico y la estructura financiera de cambio me dí cuenta que en algunos países latinoamericanos especialmente (Colombia, Brasil y México) los dos procesos de desarrollo están intrínsecamente relacionados y son mutuamente dependientes. Analizar el uno sin el otro sería no tomar en cuenta la naturaleza del cambio económico real, especialmente donde encontramos la transformación estructural. Por consiguiente, un componente esencial en el análisis del cambio económico en el pasado y un instrumento indispensable para la proyección del desarrollo económico en el futuro, es un conocimiento detallado de las fuentes y usos de fondos por parte de las instituciones más importantes por sectores de la actividad económica. Mientras algunos países de Latinoamérica han hecho gestiones para lograr estadísticas básicas sobre flujo de fondos, especialmente en Chile, Venezuela, Costa Rica, México y recientemente el Brasil, esta inves-

¹ Esta nota introductoria fué escrita por el profesor Reynolds.

tigación está aún en su fase preliminar y se ha hecho muy poco para coordinar los datos de flujos financieros con patrones históricos o planeados de crecimiento económico. Colombia está, entonces, en la fase inicial, no solamente en el estudio estadístico de flujos financieros, sino también en el empleo de estos datos para la implementación de una política social conducente a una eficiente distribución de los recursos y el ingreso. En vista de los éxitos de las gestiones colombianas en los últimos meses, no es de sorprenderse que el Banco Central de Brasil, que tiene la experiencia en cálculos de flujo de fondos desde hace varios años, haya convenido ayudar en la preparación de una serie de cuadros similares a los colombianos, junto con flujos anuales a precios constantes durante los años 1960, 1963, 1966 y 1969. Estos cuadros facilitarán la comparación internacional del cambio estructural financiero. Es de esperarse que México también contribuya con otra serie de cuadros siguiendo el patrón colombiano, ya que en Latinoamérica este país es el más avanzado en los cálculos con los sectores fundamentales del ahorro, de la inversión y de los flujos financieros, de los cuales debe depender la integración de los cuadros de fuente y uso de fondos.

La información presentada a continuación en los documentos y apéndices no es en ningún caso el resultado definitivo. Están aún por preparar: a) Los datos del comienzo de cada período (diciembre 31 del año anterior), para lograr el cálculo neto anual de los flujos financieros; b) La presentación de series deflacionadas de flujos financieros a precios constantes; c) Informaciones más detalladas de fuente y uso de fondos por sectores principales de actividad económica (empezando con enseres domésticos, negocios, gobierno, sector financiero, Banco de la República y sector internacional, pero con miras hacia desagregar aún más aquellos sectores que corresponden a los subsectores de las cuentas nacionales); d) Una desagregación paralela de las cuentas nacionales respecto del ahorro bruto y de la inversión por sectores que permita la integración de flujos financieros y reales en un cuadro que incluya fuentes y usos de fondos; y, e) La preparación de coeficientes de flujos de fondos por sectores para incorporarlos dentro de los cuadros de insumo—producto actualmente en estudio por el DANE. Dichos coeficientes permitirán hacer proyecciones consecuentes de los flujos financieros con las proyecciones del producto real económico y en esta forma lograr un grado más alto de desagregación y conformidad en los planes de desarrollo real y financiero.

La continuidad de la investigación depende de la validez y aceptabilidad de la fase inicial llevada a cabo en el Banco de la República. Esto a su vez depende de la colaboración por parte de los sectores público y privado de la economía; cuyos intereses estarán mejor atendidos por la implementación de la política pública que a su vez requiere el grado más alto de exactitud en la información fundamental de la cual depende. Por consiguiente, los representantes de estos sectores que asisten al simposio sobre el Mercado de Capitales deben hacer una crítica ilimitada de las series económicas relacionadas con sus actividades y finalmente ofrecer toda su colaboración para lograr el refinamiento, el mejoramiento y la expansión de esta serie. De esta manera ayudarán al desarrollo económico, al progreso social y al fortalecimiento de la política nacional, lo que a su vez ayudará a Colombia en los mercados internacionales de bienes y de capitales.

II. Política económica y necesidad de instrumentos de análisis.

El desempeño de la actividad económica involucra diversos y complejos aspectos de carácter interdependiente que no son evidentes por sí mismo; baste recordar la situación de dependencia mutua de las distintas entidades en el proceso de producción y distribución de bienes y servicios, las complejas relaciones de la economía con el exterior y finalmente, la interacción entre los desarrollos reales y los netamente financieros.

Como es natural, el conocimiento y descripción de estos aspectos es fundamental para la toma de decisiones y formulación de políticas conducentes al funcionamiento armónico y

dinámico del sistema, como medio para asegurar el logro de la esencia misma de la actividad económica, cual es el incremento del bienestar de la colectividad.

La interdependencia de las distintas partes y procesos económicos exige una conjunción de las políticas específicas de producción, ingreso y empleo, monetaria, fiscal, financiera, etc., en un todo coherente y acorde a las principales características de la estructura económica dada y a las metas deseadas en el corto o largo plazo. Lo anterior implica que al diseñar una política económica es indispensable, además de conocer la situación actual de su área de aplicación y sus antecedentes, prever los efectos que causaría no sólo en su campo de acción inmediata sino en el conjunto de la economía.

El diagnóstico, la previsión, la fijación de metas y la formulación de políticas serán posibles y podrán realizarse con mayor facilidad y certeza, en la medida en que se disponga de información estadística sobre los factores pertinentes y sobre la manera en que están relacionados entre sí. Lógicamente el vínculo entre las estadísticas y la política es la teoría que provee los modelos conceptuales de los diversos procesos económicos y los supuestos relativos al comportamiento de las distintas variables; modelos que igualmente constituyen el marco para la recopilación y presentación sistemática de la información estadística.

Al respecto, se han venido creando instrumentos de análisis bajo la forma de sistemas contables conexos, tales como los de ingreso y producto, balanza de pagos, insumo-producto y flujo de fondos, que centran su atención en campos o aspectos determinados de la economía. La integración de éstos permite disponer de un instrumento de análisis para el conjunto del sistema económico, de sus partes y de las relaciones mutuas, que como es de suponer, tiene un valor incalculable para efectos de programación y diseño de la política económica.

Cabe mencionar que el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República viene confeccionando, desde hace varios años, las cuentas nacionales del país o de ingreso y producto y las de balanza de pagos, así como las estadísticas del sistema monetario. Por otra parte, la Comisión Económica para América Latina, CEPAL, y posteriormente el Departamento Nacional de Planeación han estado elaborando cuadros de insumo-producto, aunque todavía en forma incompleta.

Igualmente, con el propósito de contribuir a la ordenación y presentación sistemática de las estadísticas económicas nacionales y dada la importancia de los aspectos financieros en el comportamiento, análisis y programación de la economía y en particular su estrecha relación con el objetivo de crecimiento acelerado en condiciones de estabilidad interna y externa, el Banco de la República con la colaboración espontánea del profesor Clark W. Reynolds, ha efectuado durante los últimos meses un trabajo tentativo sobre cuentas financieras o de flujo de fondos. La exposición metodológica y la presentación de los resultados obtenidos constituyen la parte central de este documento. No sobra recalcar que el trabajo es de carácter exploratorio y de simple aproximación a un sistema de flujo de fondos y que fue elaborado con miras a fijar la viabilidad de su confección definitiva y su integración con las cuentas de ingreso y producto.

III. El sistema de cuentas de ingreso y producto y su relación con las cuentas financieras.

Una concepción general sobre el sistema de cuentas financieras, su orientación analítica y sus aplicaciones prácticas, se facilita estableciendo un cierto grado de comparación, sin pretensiones de una enumeración o un análisis exhaustivo, entre este sistema contable y el de ingreso y producto, con el cual está estrechamente relacionado.

Así, en contraste con las cuentas nacionales, que en términos generales y para facilidad de la exposición puede decirse atienden a la esfera real de la economía, las cuentas de flujo de

fondos centran su atención en la esfera financiera, es decir en las corrientes de fondos que son esenciales para el sostenimiento de la actividad económica y por ende en el sistema monetario y financiero. De esta forma, la incorporación de las cuentas financieras a las cuentas reales aclara, por decirlo así, los factores monetarios y financieros que operan en el sistema económico y de ahí, la evidencia de su valor en el análisis y formulación de la política económica.

Las cuentas nacionales tienen el propósito fundamental de medir los resultados de la actividad económica en términos de producción de bienes y servicios, ingreso originado y de la distribución de estos conceptos en consumo, ahorro e inversión. Otro propósito no menos importante es el de proveer información acerca del funcionamiento global del sistema económico considerando las relaciones de las entidades (empresas, familias, gobierno y resto del mundo) en sus funciones características de producción, consumo y formación de capital, expresadas a través de una compacta red de transacciones que se presentan en cuadros o cuentas integradas en forma coherente.

Al efecto, en términos generales, se considera que cada uno de los sujetos o entidades económicas realizan en principio las tres funciones básicas de producción, consumo y formación de capital y así, las transacciones efectuadas por las entidades se clasifican de acuerdo con su asociación a estas funciones. A su vez, para el registro de las transacciones se sigue el sistema de partida doble y se establecen tres estados o cuentas (producción, consumo, formación de capital) para cada entidad, obteniéndose por lo tanto un sistema de doce cuentas.

La división de la economía en sectores y funciones constituye lo que podría llamarse el fundamento económico del sistema y la anotación de las transacciones por partida doble establece formalmente la interdependencia de las cuentas, puesto que cada registro aparece a la vez en dos cuentas, en lados contrarios —débito, crédito— o en igual lado pero con signo opuesto. Lo anterior permite, además de establecer un balance externo de las cuentas, reflejar o hacer explícita la dependencia estructural que existe en la vida económica de las entidades en cuanto al proceso de producción origen de ingresos y utilización de bienes y servicios (esfera real); el uso de un cuadro de doble entrada, forma matricial, realza este aspecto de la interdependencia.

A más del balance externo, cada cuenta se equilibra internamente, es decir que el total de créditos es igual al de los débitos. Este balance se establece a través de saldos de significado económico importante, así por ejemplo, la cuenta de producción de cualquier entidad registra en su lado crédito los bienes y servicios de consumo e inversión producidos y en su lado débito los costos de ésta, la diferencia débito constituye el ingreso o resultado de operación. Este ingreso, junto con los provenientes de otras entidades ya sea por la participación en sus procesos de producción o en concepto de transferencias (caso de los impuestos) se registra como crédito en la cuenta de utilización de ingresos que en su lado contrario mostrará, especialmente, la asignación de éste para consumo y para ahorro, siendo este último el saldo de la cuenta. Finalmente el ahorro se traslada como ingreso a la cuenta de transacciones de capital o formación de capital, donde aparece en los egresos lo gastado en bienes de producción junto con el saldo que es sencillamente el superávit o déficit financiero; en este punto, puede decirse que comienza la esfera netamente financiera de la economía y fácilmente se deduce que las cuentas de formación de capital —sectorial o global— del sistema de ingreso y producto constituyen el eslabón con las cuentas que atañen a las corrientes y estructura financiera del sistema económico.

Todo lo anterior se resume y presenta, en forma quizá más objetiva, en el gráfico 15.1; los rectángulos indican cuentas y el esquema explica la estructura y fundamento económico del sistema amplio, teórico de cuentas de ingreso y producto y distinguido con trazos interrumpidos, el que actualmente se emplea en Colombia. Complementa el esquema, a modo simple-

GRAFICO 15.1

1. ESTRUCTURA DEL SISTEMA DE CUENTAS DE INGRESO Y PRODUCTO

ENTIDADES / FUNCIONES	EMPRESAS	FAMILIAS	GOBIERNO	EXTERIOR																																
PRODUCCION (Cuentas de producción)	<table border="1"> <tr><td>D</td><td>-H</td></tr> <tr><td colspan="2">.....</td></tr> <tr><td>Ye</td><td></td></tr> <tr><td colspan="2">.....</td></tr> </table>	D	-H		Ye			<table border="1"> <tr><td>D</td><td>H</td></tr> <tr><td colspan="2">.....</td></tr> <tr><td></td><td></td></tr> <tr><td colspan="2">.....</td></tr> </table>	D	H		<table border="1"> <tr><td>D</td><td>H</td></tr> <tr><td colspan="2">.....</td></tr> <tr><td></td><td></td></tr> <tr><td colspan="2">.....</td></tr> </table>	D	H		<table border="1"> <tr><td>D</td><td>H</td></tr> <tr><td colspan="2">.....</td></tr> <tr><td></td><td></td></tr> <tr><td colspan="2">.....</td></tr> </table>	D	H	
	D	-H																																		
																																			
Ye																																				
.....																																				
D	H																																			
.....																																				
.....																																				
D	H																																			
.....																																				
.....																																				
D	H																																			
.....																																				
.....																																				
CONSUMO (Asignación de ingresos)	<table border="1"> <tr><td></td><td>Ye</td></tr> <tr><td colspan="2">.....</td></tr> <tr><td>Ae</td><td></td></tr> <tr><td colspan="2">.....</td></tr> </table>		Ye		Ae			(2)	(3)	(4)																								
		Ye																																		
																																			
	Ae																																			
.....																																				
FORMACION DE CAPITAL (Ahorro e inversión)	<table border="1"> <tr><td></td><td>Ae</td></tr> <tr><td colspan="2">.....</td></tr> <tr><td>SDFe</td><td></td></tr> <tr><td colspan="2">.....</td></tr> </table>		Ae		SDFe																													
		Ae																																		
																																			
SDFe																																				
.....																																				
(5)																																				

2. CUENTAS FINANCIERAS

CLASE DE TRANSACCIONES (Dinero e instrumentos de crédito)	EMPRESAS	FAMILIAS	GOBIERNO	EXTERIOR							
<table border="1"> <tr><td></td><td>SDFe</td></tr> <tr><td colspan="2">.....</td></tr> <tr><td>PNF</td><td></td></tr> <tr><td colspan="2">.....</td></tr> </table>		SDFe		PNF					
	SDFe										
.....											
PNF											
.....											

¹ Las cuentas encerradas en líneas de trazos interrumpidos corresponden a cuentas consolidadas en el sistema simplificado usado en Colombia, así:

(1) Cuenta consolidada de producción: producto interno e ingreso nacional; (2) Ingresos y gastos corrientes de las unidades familiares; (3) Ingresos y egresos corrientes del gobierno; (4) Transacciones corrientes con el exterior (ingresos y egresos corrientes del resto del mundo por concepto de sus relaciones con el país); (5) Cuenta consolidada de formación interna de capital.

D = Débito
H = Crédito

Ye = Ingreso de producción, operación, de las empresas; i.e. utilidades (La consolidación del lado débito —que contiene los ingresos y de operación— de las cuentas de producción de empresas, familias y gobierno, de la cuenta de ingreso para Colombia).

Ae = Ahorro bruto de las empresas.

SDFe = Superávit o déficit financiero de empresas.

PNF = Posición neta frente al sistema financiero.

(Cambio neto en medios de pago —dinero y depósitos— de parte de las empresas).

mente ilustrativo, lo referente a la posición que tendrían las cuentas de flujos netamente financieras, su vinculación con el sistema de ingreso y producto a través de las cuentas de formación de capital y la manera en que se integrarían los dos sistemas, a un alto grado de agregación. De otra parte, relleva el hecho de que la clasificación predominante en las cuentas de ingreso y producto es la funcional, en tanto que en las cuentas financieras, dado sus propósitos, se hace necesario una clasificación institucional, por sectores o entidades económicas.

En el gráfico 15.1 puede verse el proceso de integración de los flujos reales de las cuentas nacionales y los flujos monetarios que están captados dentro de los flujos de fondos. Por ejemplo, Y_e representa los ingresos de operación de las empresas (utilidades brutas de impuestos) provenientes de ventas de bienes y servicios a los otros sectores (familias, gobierno y exterior) y restando los costos de las ventas (mano de obra, intereses a otros sectores, importaciones, impuestos, etc.). El saldo Y_e , pasa luego a la cuenta de asignación de ingresos de las empresas (segunda fila) donde está disponible para pago de dividendos o ahorro de las empresas. El saldo neto del uso de Y_e , después de restar la distribución de utilidades a otros sectores (familias, gobierno, exterior), pasa a ser A_e o ahorros brutos de empresas (incluyendo depreciación). Las empresas pueden disponer de A_e en la compra de activos reales (inversión) o en la compra de activos financieros. Veamos la primera clase de transacciones en la cuenta de formación de capital de las empresas (tercera fila), donde A_e representa la fuente de fondos; la compra de bienes de capital aparece a la izquierda como incremento en débitos. (No aparece en el esquema, pero es la diferencia entre A_e y SDF_e).

En la cuenta de formación de capital, el saldo entre A_e y las inversiones reales de las empresas viene a ser el superávit o déficit financiero de las mismas. Por ejemplo, supongamos que 50% de A_e se gasta en bienes de capital (fábricas, instalaciones, maquinaria, inventarios) y lo demás se usa para comprar activos financieros de otros sectores (bonos, pagarés, acciones de empresas extranjeras) etc., más acumulación de depósitos bancarios y dinero. El saldo de SDF_e viene a ser positivo, y entra en la cuarta fila como fuente compensado con usos en la forma de instrumentos de crédito de otros sectores, dinero, y depósitos bancarios. El saldo de esta cuenta, PNF (posición neta frente al sistema financiero) viene a ser, en nuestra definición *incremento neto en medios de pago* (dinero y depósitos bancarios en cuenta corriente).

El flujo sectorial de fondos corresponde a la cuarta fila donde el cambio en activos financieros (incluyendo dinero y depósitos a la vista), menos el cambio en pasivos financieros, nos da el estado neto financiero (SDF_e) de la empresa, o sea la capacidad de compra que tienen otros sectores que poseen parte de los ahorros no gastados por el sector empresarial en bienes físicos de capital.⁶ En el caso colombiano, las empresas no tienen un saldo positivo de SDF_e . Al contrario, las empresas están recibiendo préstamos de familias para financiar la acumulación de activos físicos (la inversión de las empresas es mayor que de A_e). Por esto, los flujos de fondos registran un incremento en pasivos de las empresas mayor que en sus activos, para compensar el saldo negativo de SDF_e . El valor del renglón PNF_e indica hasta qué punto los cambios en activos financieros de las empresas corresponde a liquidez, vinculando directamente el comportamiento de este sector con la política monetaria y su influencia sobre el total de los medios de pago (dinero y depósitos a la vista).

IV. Análisis del sistema financiero colombiano para los años de 1963, 1966 y 1969.

1. Objetivos de un estudio de flujos de fondos.

Como hemos presentado en la sección anterior, en la actualidad, las estadísticas sobre flujos financieros constituyen un instrumento de análisis económico indispensable en el

diagnóstico y programación del desarrollo económico nacional, y en el diseño de la política económica a corto y mediano plazo.

El diseño y aplicación de la política económica orientada a la mejor asignación de los recursos financieros, requiere de antemano un conocimiento completo de la estructura y funcionamiento del mercado de capitales. Además es necesaria una identificación clara de las fuentes de financiamiento, con el objeto de lograr la transferencia oportuna de recursos ociosos de los sectores superavitarios en ahorro hacia los sectores que requieren recursos para sus diversas alternativas de inversión. El hecho de conocer a fondo la estructura del mercado financiero obedece a la necesidad de financiar el desarrollo en forma coordinada.

La forma en que se financia la inversión bruta interna permite indicar los siguientes tipos globales de recursos:

- a) Ahorro familiar
- b) Ahorro empresarial
- c) Ahorro del gobierno
- d) Ahorro del sector externo

Los recursos internos están constituídos por los ahorros de las familias, las empresas y el gobierno. Los recursos del exterior incluyen tanto la inversión extranjera directa como los préstamos y transferencias. Sin entrar a discutir la importancia de este financiamiento, es inobjetable el hecho de que se podrían efectuar mayores inversiones al contar con el conocimiento y la habilidad necesarias para incrementar y organizar los recursos internos a mediano y largo plazo. Los recursos del exterior no deberían ser una fuente sustitutiva. Por el contrario, la aceleración del desarrollo económico exige que el financiamiento externo sea un complemento de los recursos internos provenientes del ahorro público y privado.

Los estudios de flujo de fondos financieros obedecen a una gama relativamente amplia de objetivos, destacándose aquellos relacionados con: a) el conocimiento de uno de los más importantes instrumentos potenciales de análisis económico para la programación de decisiones a corto, mediano y largo plazo; b) la cuantificación del ahorro, la inversión sectorial e institucional que se facilita con los flujos financieros; y, c) el conocimiento más amplio del mercado de capitales y de las instituciones que lo conforman.

2. *Primera aproximación al estudio del sistema financiero colombiano.*

El Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República se encuentra realizando un análisis preliminar de fuentes y usos de fondos de las transacciones del sistema financiero colombiano, a nivel muy agregado, teniendo en cuenta los principales sectores institucionales para los años 1963, 1966 y 1969.²

Este trabajo constituye el primer intento viable, dada la información existente, de conocer mejor la estructura financiera del país.

² La metodología empleada sigue los lineamientos de un estudio preliminar de flujo de fondos del sistema financiero colombiano realizado por: Clark W. Reynolds y Mary Procter en agosto de 1970. Dicha metodología ha sido ampliada y modificada para conformar los cuadros que se presentan en este informe. El lector podrá darse cuenta que los términos *fuentes y uso de fondos* se ha usado en los cuadros refiriéndose a débitos y a créditos respectivamente. Esta se ha empleado para hacer énfasis en el rol funcional de la compra o la venta de activos financieros en términos de transacciones económicas reales, ya que aquellos sectores que acumulan activos netos financieros son la fuente de fondos para la compra de activos reales por otros sectores mientras que aquellos sectores que acumulan pasivos netos financieros usan fondos de otros sectores. El Federal Reserve System de los Estados Unidos usa la terminología opuesta refiriéndose a los débitos como usos (fondos utilizados para la compra de activos financieros) y créditos como fuentes (fondos obtenidos por la acumulación de pasivos financieros). La convención que se adoptará finalmente en el caso de Colombia no se ha determinado aún y cualquier sugerencia al respecto será bien recibida.

Los cuadros de flujo de fondos desarrollados en este informe pueden ser usados para conocer:

1. Las fuentes y usos primarios de fondos dentro del sistema financiero colombiano.
2. La expansión de las instituciones a través del tiempo y los principales aspectos de sus operaciones.
3. La interdependencia de las instituciones financieras.
4. La forma en que las decisiones de política relacionadas con una institución afectan a otras.

Principales sectores:

- I. Familias
- II. Agricultura y negocios
- III. Gobierno
- IV. Internacional
- V. Financiero (excluido Banco de la República)
- VI. Banco de la República

Fuera del sector financiero, el cual tiene cierto grado de desagregación, los otros sectores se estudian globalmente.

El sector financiero está dividido en:

- a) Banco de la República
- b) Bancos comerciales
- c) Bancos oficiales (Ganadero, Cafetero, Popular)
- d) Banco Central Hipotecario
- e) Caja Agraria
- f) Corporaciones financieras
- g) Fondos financieros
- h) Fondos de inversión
- i) Compañías de seguros
- j) Capitalizadoras

Los resultados que se presentan en los cuadros anexos, han sido elaborados con cifras globales. Posteriormente se piensa desagregar los sectores, lo que requiere una mayor cantidad de estadísticas con los inherentes problemas para su consecución.

Las transacciones financieras del sector familias requieren una definición más cuidadosa, de tal forma que la actividad de muchos miles de pequeños negocios personales puedan distinguirse de la llevada a cabo propiamente por las familias.

Los activos y pasivos de cada sector económico con respecto a cada institución financiera y a los otros sectores, se presentan horizontalmente en el anexo, cuadros 15.11, 15.12 y 15.13, por tipo de activo o de pasivo. Una explicación de cómo se obtuvo cada cifra para los años 1963, 1966 y 1969, se da en el cuadro 15.10, para cada período respectivamente. El flujo de fondos neto de diciembre 31 de 1963 a diciembre 31 de 1966 y de esta fecha a diciembre 31 de 1969, se puede obtener restando cada renglón del correspondiente al período anterior, cuadros 15.14 y 15.15. La fecha del 31 de diciembre presenta algunos problemas debido al hecho de que el volumen de depósitos a la vista en los bancos generalmente disminuye entre un 10% y un 15% aproximadamente con relación a los últimos dos meses del año debido a evasión tributaria y a transacciones estacionales. Pero fue necesario utilizar esos datos por presentarse los estados financieros consolidados en esa fecha.

En los cuadros 15.11 a 15.13, cada renglón ha entrado dos veces; la primera como activo de un sector y luego como pasivo de otro. El cuadro 15.10 muestra las cifras con las cuales se

ha elaborado estos cuadros, así como las fuentes de información utilizadas en cada caso. En los casos en los cuales hay dudas o preguntas, el lector está invitado a clarificarlas con los autores.

3. *Limitaciones.*

En el corto tiempo dedicado a la elaboración de las cifras incluídas en el análisis preliminar, se tropezó con gran cantidad de limitaciones de diferente índole que no permitirán obtener resultados globales refinados inicialmente. Sinembargo, se espera que paulatinamente estas dificultades puedan ser obviadas con la ayuda de las instituciones que proveen los datos estadísticos.

Entre las limitaciones encontradas pueden citarse las siguientes:

A. Estadísticas disponibles.

- a) Falta de concordancia entre las distintas fuentes que presentan datos sobre iguales rubros (publicaciones de la Superintendencia y publicaciones del Banco de la República).
- b) Carencia de uniformidad de conceptos a través del tiempo en la presentación de los estados financieros de las instituciones. (Balances de sociedades anónimas inscritas en la Bolsa de Bogotá).
- c) Retardo en la consolidación y publicación de cifras por parte de los organismos encargados. (Especialmente los presentados por la Superintendencia de Sociedades Anónimas).

B. Estadísticas no disponibles.

a) En muchos casos la información la presentan las instituciones en forma global. Para obviar esta situación se han realizado estimaciones basadas en las cifras totales disponibles. (Por ejemplo la presentación de los depósitos a la vista del sistema bancario no discrimina entre personas naturales y jurídicas. Por eso se tuvo que aplicar un porcentaje estimado con base en un muestreo parcial).

b) Se ha hecho el cálculo aproximado de ciertas estadísticas no disponibles con base en datos existentes que tengan alguna afinidad conceptual. (Por ejemplo en el caso de las capitalizadoras, se ha utilizado la cifra de "cuotas recaudadas" por no disponer de la cifra correspondiente a reservas técnicas para todos los años).

C. Complejidad del mercado financiero.

El análisis preliminar no incluye cierto número de transacciones financieras que, dada la complejidad de dicho mercado, requieren un estudio separado para poder integrarlas en el modelo global (por ejemplo el mercado de crédito extrabancario, por razones obvias no está incluído, aún cuando juega un papel importantísimo en el flujo global de fondos. El crédito comercial tampoco está incluído totalmente ni transacciones intersectoriales de acciones y bonos por fuera del mercado institucional de capitales).

D. Complejidad institucional del sector público.

Dentro del análisis está involucrada parte de la actividad del gobierno, pero una inclusión de toda ella requiere un estudio detallado del sector, que permita conocer las interrelaciones financieras entre las entidades que lo conforman. Este problema de desglose del sector público, ha dado impulso a algunos estudios de fuentes y usos de fondos de entidades del sector público al nivel nacional, departamental y municipal encabezado por la División de Finanzas Públicas del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la

República, que van a contribuir mucho en la confección de las tablas completas de flujo de fondos en el futuro.

4. *Algunos comentarios sobre la sectorización.*

La sectorización del estudio responde a varias consideraciones, entre las cuales se destaca la estructura institucional del mercado de capitales, mostrando aquellos sectores que participan en alto grado en la captación, concentración y canalización de recursos financieros. En este sentido se considera que la clasificación del sistema financiero ha logrado en esta primera aproximación un aceptable grado de desagregación. No obstante en los referente a fondos financieros (FIP, FFI, FDU, FFA y PROEXPO) no se logró explícitamente discriminar el origen de los recursos y la utilización de los mismos, por cuanto en los primeros años de funcionamiento sus cuentas activas y pasivas aparecen involucradas en el balance general del Banco de la República. Posteriormente algunos fondos comenzaron a presentar sus estados financieros en forma independiente, de tal manera que se necesita un análisis más detallado al querer unificar sus balances en un sector separado para los períodos objeto de análisis.

La clasificación del sistema bancario obedece al criterio de la Superintendencia Bancaria, entidad que cataloga como bancos oficiales a los bancos: Cafetero, Ganadero y Popular. La Caja Agraria se presenta como sector independiente dada su importancia en la irrigación crediticia del sector agropecuario.

Igualmente el Banco Central Hipotecario se presenta en forma separada, con el objeto de analizar su impacto en el sector vivienda y en la captación de ahorros por medio de la colocación de cédulas hipotecarias.

Excepto el Banco de la República, los demás bancos se involucran en el sector bancos comerciales, aunque participan en gran proporción en la cartera de fomento.

Fuera de sus funciones normales de banco central, el Banco de la República realiza transacciones financieras por intermedio de sus fondos financieros que afectan a la mayoría de los sectores; y, otorga líneas de crédito a corporaciones, fondos ganaderos, cooperativas y entidades privadas especiales.

La importancia del Banco de la República llevó a presentarlo como sector separado de todo el sistema financiero en los resultados finales del estudio. De igual manera se presentan en forma sectorizada las corporaciones financieras, los fondos financieros, las capitalizadoras, los fondos de inversión y las compañías de seguros.

El sector gobierno se trata globalmente por no disponer de cifras necesarias para desagregarlo eficientemente dada su complejidad. Este problema viene solucionándose con los estudios sobre flujo de fondos sectoriales en marcha en el Banco de la República.

El sector privado no financiero comprende:

1. El sector familias que involucra todas las personas naturales y sus transacciones intersectoriales con el sector financiero y el gobierno.
2. El sector agricultura y negocios, que comprende el privado no financiero representado por personas jurídicas, empresas, industrias, comercio, etc.

Los dos sectores mencionados conforman en conjunto el sector privado no financiero. Sus transacciones no siempre están bien delimitadas, en el sentido de poder distinguir gran número de negocios pequeños no incorporados.

En el sector internacional se analizan las cuentas activas y pasivas que afectan el resto del mundo con las instituciones financieras, el sector privado y el gobierno nacional. Este sector refleja las reservas internacionales, el monto de la deuda externa garantizada o no por el gobierno nacional, los aportes a organismos internacionales, etc.

V. Análisis global de los resultados preliminares del estudio.

1. Balances de activos y pasivos.

Con base en los resultados preliminares de los cuadros de fuentes y usos financieros, se obtuvo que las principales fuentes primarias de fondos financieros para los años 1963, 1966, 1969, son las del cuadro 15.1.

Del total de los sectores, manteniendo saldos positivos de activos financieros, las familias suministran el mayor volumen de recursos, siguiéndoles en importancia el sector internacional. Es importante subrayar, de todos modos, que el sector internacional está asumiendo un papel cada día más importante como fuente de fondos debido en parte a políticas en el mercado de capitales que deprimen a la tasa de interés pagado a los ahorros nacionales desviándolos al exterior, mientras que la tasa de interés pagado al crédito por instituciones sube, atrayendo fondos del exterior. Dicho sector registra gran incremento en el período analizado, señalando una mayor participación en el año 1969.

CUADRO 15.1 – SECTORES CON ACTIVOS NETOS
FUENTES

Sectores	1963	1966	1969
	%	%	%
Familias	59.7	63.5	49.8
Internacional	31.9	30.0	41.6
Financiero	8.4	4.9	6.3
Banco de la República	—	1.6	2.3
Total activos netos	100.0	100.0	100.0
(Millones de pesos)	17.194	29.907	53.731

Fuente: Cuadro 15.19

CUADRO 15.2 – SECTORES CON PASIVOS NETOS
USOS

Sectores	1963	1966	1969
	%	%	%
Agricultura y negocios	55.3	60.1	55.8
Gobierno	42.2	39.9	44.2
Banco de la República	2.5	—	—
Total pasivos netos	100.0	100.0	100.0
(Millones de pesos)	17.194	29.907	53.731

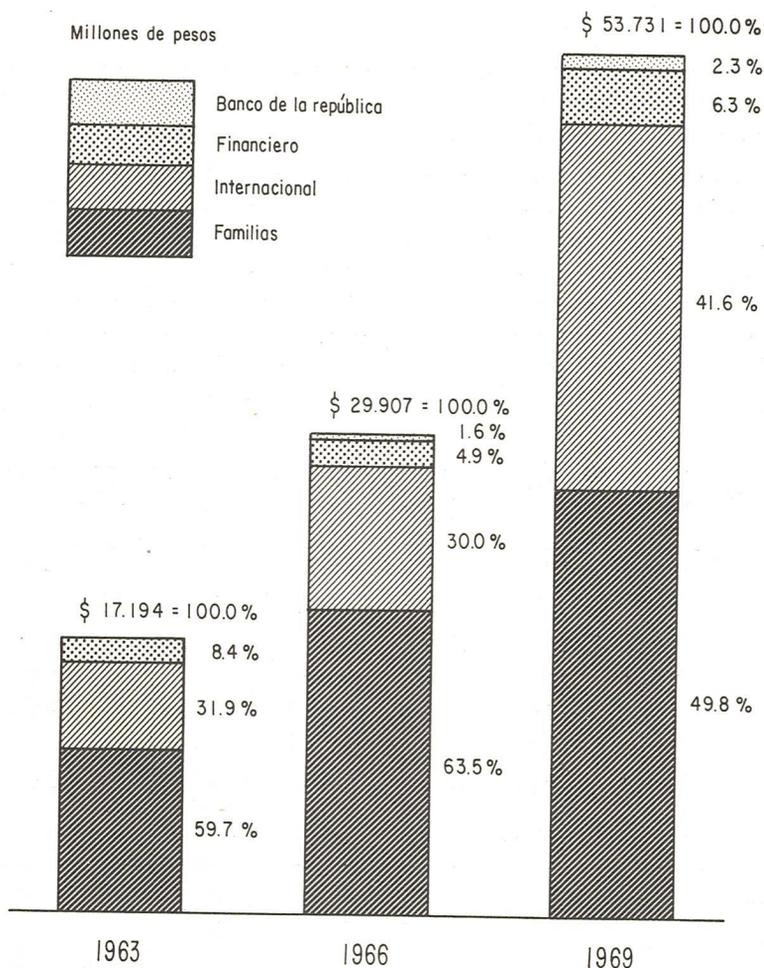
Fuente: Cuadro 15.19

Se debe estudiar si es deseable que una parte tan importante del ahorro provenga del extranjero. Esto le da vulnerabilidad a la economía colombiana, especialmente en la medida en que los fondos extranjeros sean crédito privado a corto plazo, el cual en algunas circunstancias puede convertirse en un peso considerable para la balanza cambiaria; si dicho crédito no está relacionado directa o indirectamente con las exportaciones o sustitución de importaciones, los intereses se pueden volver una pesada carga futura para la balanza de pagos. En la actualidad, el servicio de capital extranjero representa 16.4% de la balanza comercial en 1969. En 1964 el servicio de la deuda era un 9.7%.

Como se espera, el sector financiero como intermediario en la canalización de recursos presenta un aporte financiero relativamente bajo. Pero su porcentaje (entre 1966 y 1969) indica ahorros netos substanciales de este sector que podemos atribuir a utilidades igualmente grandes. La proporción de flujos netos de fondos de este sector es tres o cuatro veces más grande de lo que se registra en países ya desarrollados, con relación al total de activos, indicando el alto grado de ganancias en intermediación financiera en Colombia. Esto se debe a la estructura oligopolística de este mercado.

En cuanto al Banco de la República, su posición de oferta y demanda de recursos varía de acuerdo al monto de pasivos y activos internacionales que registre su balance. Igualmente, a partir de la creación de varios de los fondos financieros, aparece como fuente neta de recursos. La financiación a la Federación de Cafeteros y los créditos al gobierno nacional,

GRAFICO 15.2 – FUENTES (ACTIVOS NETOS) DEL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO



más redescuentos a través del sistema financiero, son factores determinantes en la posición del Banco de la República como fuente primaria.

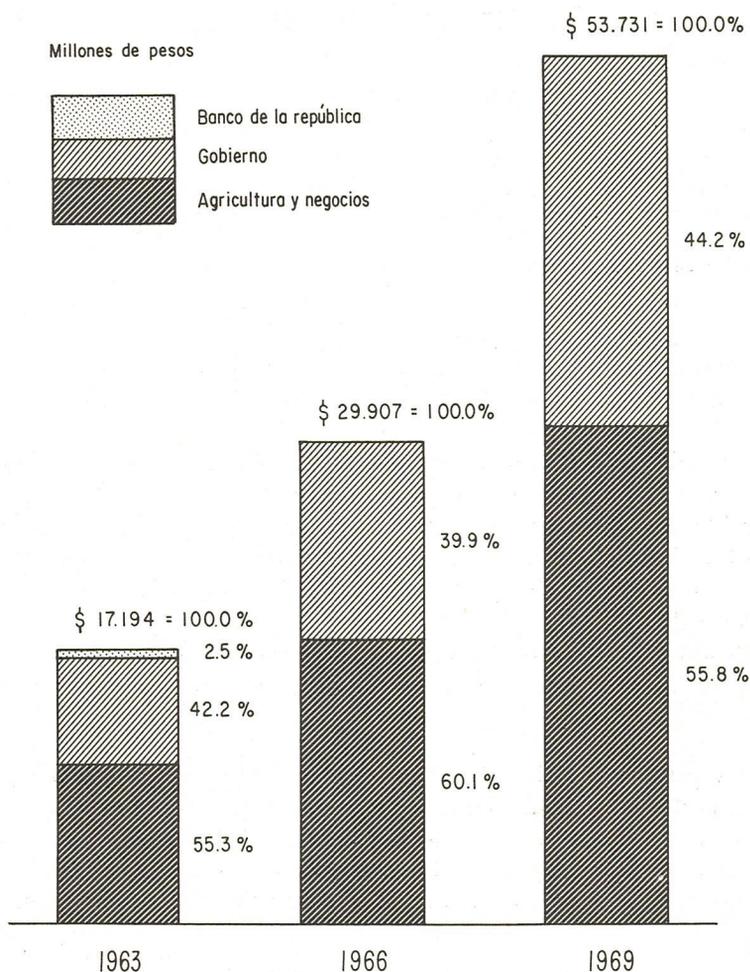
Los sectores usuarios de recursos en forma primaria son los del cuadro 15.2.

El sector agricultura y negocios resulta ser el que mayor volumen de recursos financieros utiliza, presentando topes similares en los años 1963 y 1969 (55%) con ligero incremento en la participación para el año 1966 (60.1%).

El sector gobierno registra una tendencia ligeramente ascendente en la utilización de fondos, logrando una participación porcentual (44.2%) en el año 1969. Este es debido al atraso en la captación de recursos a través de impuestos relacionado con el sistema impositivo, regresivo y subdesarrollado en esta época —un problema que está todavía vigente aumentando de día en día la dependencia del fisco de fondos captados dentro del mercado de capitales nacional y principalmente extranjero, para financiar el déficit fiscal en cuenta de capital del sector público—.

En el año de 1963 el Banco de la República aparece como usuario neto de recursos, atribuido este fenómeno al hecho de que los pasivos internacionales eran sustancialmente

GRAFICO 15.3 – USOS (PASIVOS NETOS) DEL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO



mayores a los activos, arrojando reservas internacionales netas negativas. En 1966 este fenómeno persiste, pero debido a la cartera de los fondos financieros administrados por el Banco éste pasa a ser fuente financiera de recursos a partir de 1966. La creación de medios de pago de parte del Banco no aparece como fuente neta en el flujo de fondos, porque el incremento en los pasivos (billetes en caja y depósitos) balancea el incremento en préstamos y descuentos y otros créditos en el renglón de activos (cuadro 15.15).

2. *Flujos globales financieros.*

A. Fuentes.

Analizando el cambio de los activos netos o fuentes entre 1963-1966 y 1966-1969 se obtienen los resultados del cuadro 15.3.

El *flujo* neto determinado por el cambio en activos financieros netos para el período 1963-1966 presenta el sector familias como el principal abastecedor de recursos financieros (68.7%). En este período el sector internacional participa en la oferta neta de ahorro financiero en un (27.4%) y el Banco de la República en un (3.7%). El sector financiero

CUADRO 15.3 – CAMBIO EN ACTIVOS NETOS NOMINALES. FUENTES NETAS¹

Sectores	Flujo 1963 - 1966	Participación porcentual	Flujo 1966 - 1969	Participación porcentual
Familias	8.730	68.7	6.606	27.7
Internacional	3.491	27.4	13.362	56.1
Financiero	26	0.2	3.075	12.9
Banco de la República	466	3.7	781	3.3
Cambio total en activos netos	12.713	100.0	23.824	100.0

Fuente: Cuadro 15.19

¹ Esta terminología está explicada en sección IV, nota (2)

presenta una leve participación en el aumento neto de flujo de fondos de fuentes netas del orden de (0.2%) para el trienio analizado.

Para el período 1966-1969 el flujo de fondos determinado por cambios netos en activos presenta cambios sustanciales en la participación sectorial. En efecto el sector internacional ya ocupa el primer lugar en las fuentes financieras con un (56.1%), lo cual es explicable dado el alto grado de utilización del ahorro externo tanto en inversión directa como en préstamos. Hemos visto que éste es debido en parte a la falta de ahorros internos y en parte a las políticas del mercado de capitales que favorecen a ahorros externos sobre ahorros internos. Tablas de flujo de fondos revelan su utilidad por la forma en la cual clarifican tales distorsiones en el mercado de crédito que surgen del juego de política económicas-financieras ad hoc—.

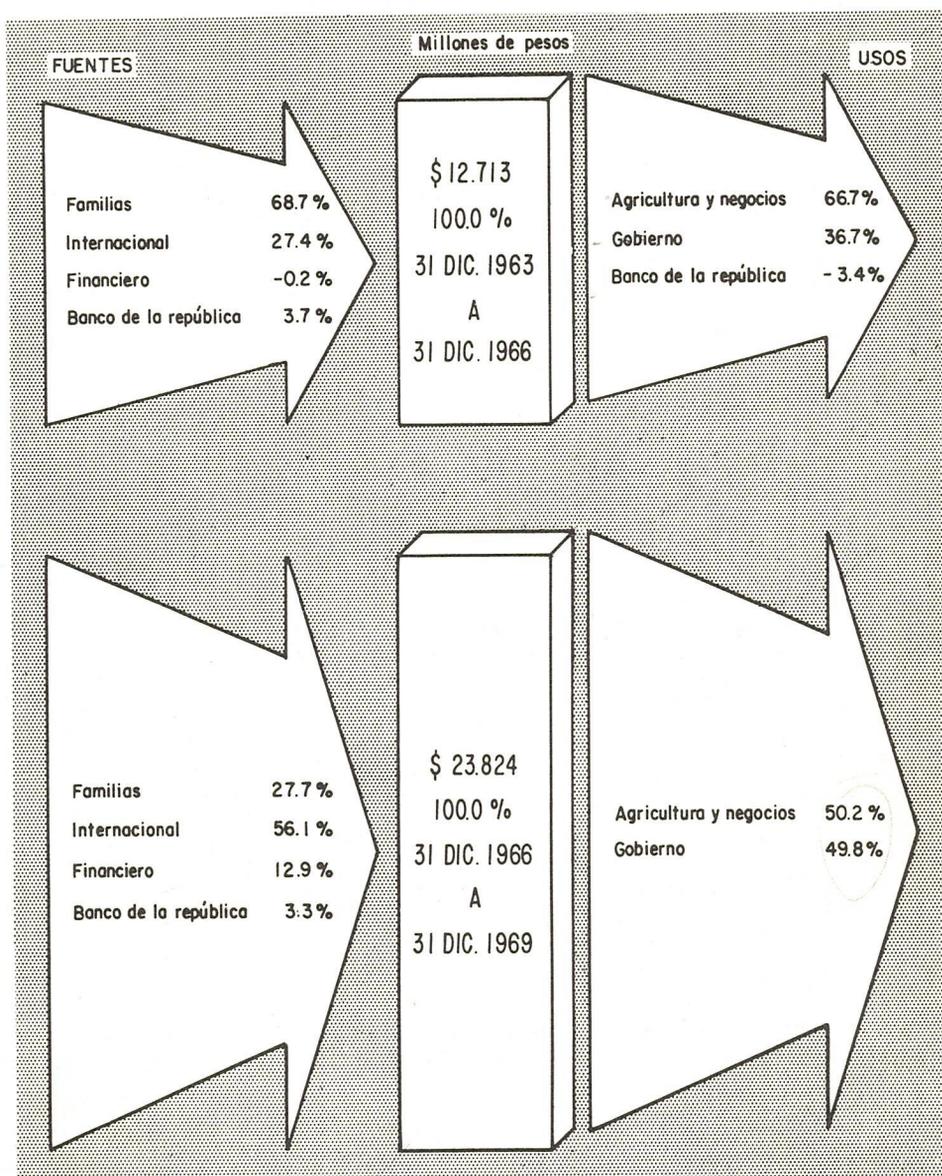
El sector familias presenta un 27.7% de participación en el flujo neto de fuentes financieras, bajando en mucho su participación relativa como fuente de fondos. Porque la distribución de ingreso no ha mejorado en forma significativa durante estos años, se puede estimar que los ahorros son muy inelásticos con relación al ingreso en Colombia, o que la captación de ahorro neto del sector financiero es muy ineficiente (en parte debido a la política de crédito).

El sector financiero presenta un 12.9%, que como hemos visto es muy alto y creciente, indicando altas utilidades (y ahorros para este sector). El Banco de la República representa solamente un 3.3%. La composición discriminada de los activos financieros netos se presenta en los cuadros 15.11 a 15.13

B. Usos.

Los flujos de pasivos financieros netos, durante los períodos 1963-1966 y 1966-1969, se distribuyen entre los sectores agricultura y negocios y el gobierno. Tenemos el deseo de desagregar mucho más estos datos, para determinar con más precisión el flujo de fondos sectorial de actividades económicas. Se destaca la utilización neta de recursos por parte del gobierno que logra un incremento notable entre 1966 y 1969 hasta equilibrarse prácticamente con el sector privado (agricultura y negocios) hemos visto que esto se debe en parte a atrasos en la política fiscal. Dado que el sector agricultura y negocios es más grande que el sector gobierno, se deduce que el gobierno ha estado absorbiendo crecientes proporciones del ahorro total canalizado por el mercado de capitales. Es importante estudiar si esta tendencia es deseable o no y profundizar en qué sentido tal captación de recursos conduce a una asignación eficiente de los mismos. En el cuadro 15.4 se presenta la evolución de los usos de recursos por sectores.

GRAFICO 15.4 – FLUJO DE FONDOS. DISTRIBUCION DEL CRECIMIENTO



CUADRO 15.4 – CAMBIO EN PASIVOS NOMINALES. USOS NETOS

Sectores	Flujo 1963 - 1966	Participación porcentual	Flujo 1966 - 1969	Participación porcentual
Agricultura y negocios	8.479	66.7	11.971	50.2
Gobierno	4.672	36.7	11.853	49.8
Banco de la República	-438	-3.4	-	-
Total pasivos netos	12.713	100.0	23.824	100.0

Fuente: Cuadro 15.19

CUADRO 15.5 – DEPOSITOS EN CUENTA CORRIENTE Y A LA VISTA
(Millones de pesos)

Entidades	1963	1966	1969	Cambio porcentual	
				1963 - 1966	1966 - 1969
Bancos comerciales	1.398	2.116	3.245	51	53
Bancos oficiales	353	513	880	45	72
Caja Agraria	67	84	138	25	64
Total	1.818	2.713	4.263	49	57

CUADRO 15.6 – DEPOSITOS DE AHORRO
(Millones de pesos)

Entidades	1963	1966	1969	Cambio porcentual	
				1963 - 1966	1966 - 1969
Bancos comerciales	286	494	799	73	62
Bancos oficiales	147	319	505	117	58
Caja Agraria ¹	614	912	1.366	49	50
Total	1.047	1.725	2.670	65	55

¹ Incluye Caja de Ahorros del Círculo de Obreros

VI. Evolución de las principales cuentas activas y pasivas por sectores.

Analizando los períodos comprendidos entre diciembre 31 de 1963 a diciembre 31 de 1966 y de esta fecha a diciembre 31 de 1969, se obtienen resultados que vale la pena comentar (cuadros 15.15, en el anexo).

1. *Activos del sector familias.*

La tenencia de billetes por parte de las familias registra un 62% de aumento entre 1963 y 1966, en tanto que entre 1966 y 1969 este aumento fue del 60%; en efecto, de 2.217 millones de pesos en el primer año analizado, las familias aumentan este activo a 3.597 y a 5.755 millones de pesos para 1966 y 1969 respectivamente.

Partiendo del supuesto de que el 50% de los depósitos en cuenta corriente y a la vista los realizan las familias y el 50% restante las personas jurídicas que se enmarcan en el sector agricultura y negocios, se obtienen los resultados del cuadro 15.5.

Los depósitos de las familias en los bancos comerciales no registran un aumento tan pronunciado como el efectuado en los depósitos de los bancos oficiales y en la Caja Agraria; no obstante, un 76% del total de estos depósitos queda en manos de la banca comercial.

La evolución de los depósitos de ahorro a corto plazo, se aprecia en el cuadro 15.6

Los depósitos de ahorro de las familias se realizan en su mayoría en la Caja Agraria, debido al número de sucursales con que cuenta esta entidad y a la política de crédito agrícola, la cual en parte, hace necesario que cada beneficiario de crédito tenga una cuenta de ahorros. Pero todos los renglones sufren por la política de tasas de interés negativas en términos reales que desincentiva a los ahorros colocados en instituciones de crédito y probablemente reduce también los ahorros totales de familias. El porcentaje de aumento de

CUADRO 15.7 – AHORROS DE FAMILIAS A LARGO PLAZO
(Millones de pesos)

Entidades	1963	1966	1969	Cambio porcentual	
				1963 - 1966	1966 - 1969
B.C.H. ¹	796	1.215	3.673	53	202
Corporaciones	19	86	405	353	371
Fondos de inversión	0	242	857	∞	254
Capitalizadoras	520	761	985	46	29
Gobierno	889	2.872	5.038	223	75
Total	2.224	5.176	10.958	133	112

¹ Las cédulas hipotecarias del B.C.H. no siempre constituyen ahorro a largo plazo por tener liquidez inmediata.

dichos activos entre 1966-1969 es menor que en el período 1963-1966, exceptuando el de la Caja Agraria y el de la Caja de Ahorros del Círculo de Obreros.

Los activos financieros de familias que representan ahorros a largo plazo incluyen:

- Cédulas en el Banco Central Hipotecario, tanto hipotecarias como de capitalización, más bonos industriales.
- Bonos de corporaciones financieras.
- Reserva técnica, “cuotas recaudadas”, en las capitalizadoras.
- Deuda pública interna en manos de familias.

La composición y los cambios de este activo de familias se presentan en el cuadro 15.7.

La colocación de cédulas hipotecarias con el objeto de canalizar recursos hacia la vivienda, presenta un continuo ascenso dada la confianza del público en el B.C.H. y los aumentos en el rendimiento real de estos papeles. El gran aumento en el ahorro de las familias en cédulas del B.C.H., demuestra la elasticidad cruzada precio de la demanda entre papeles financieros. Al subir la tasa de interés de las cédulas aumenta de manera importante la proporción del ahorro invertido en estos papeles, indicando que la localización del ahorro es en parte una función de la tasa de interés. Esto hace suponer que el ahorro total de las familias también responde a la tasa de interés real, especialmente cuando hay grandes cambios en la tasa de interés desde niveles negativos hasta niveles positivos.

De igual manera, la colocación de bonos de las corporaciones financieras presenta un notable crecimiento.

Los fondos de inversión, prácticamente inexistentes en 1963, señalan un vigoroso aumento en los años subsiguientes. Es interesante notar que reemplazan casi totalmente la compra de acciones de las familias. Aquí vemos que el papel importante del crecimiento de los fondos es mucho menos positivo cuando lo vemos en el cuadro global de flujo de fondos, porque éstos vienen sustituyendo inversiones directas de familias en acciones por inversiones indirectas a través de los fondos que a su turno están comprando las acciones nuevas. “Las cuotas recaudadas” o “reserva técnica” de las capitalizadoras presentan crecimiento significativos en los años investigados.

La deuda pública interna del gobierno en manos de familias, registra un aumento pronunciado entre 1963-1966, el cual persiste en 1966-1969, aunque en menor grado.

Comparando el crecimiento de activos familiares que representa ahorros acumulados (stock) en términos reales con el crecimiento del producto interno bruto (flujos) a precios

constantes de 1958, se puede apreciar el ritmo de crecimiento de estas dos series aún cuando su significado entre stock y flujos es ambiguo. En el cuadro 15.8 se observa esta comparación.

CUADRO 15.8 — ACTIVOS DE LAS FAMILIAS QUE REPRESENTAN AHORROS ACUMULADOS
Y PRODUCTO BRUTO INTERNO
Variaciones en términos reales

Años	Activos de familias en términos reales 1958 = 100 (millones de pesos)	Variación porcentual	P.B.I. a precios constantes de 1958 = 100 (millones de pesos)	Variación porcentual
1963	2.064	—	26.457	—
1966	2.966	44	30.658	16
1969	4.673	58	36.106	18

Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República. Grupo, Flujo de Fondos.

Estos datos representan ahorros acumulados en forma de activos financieros (véase el total en el cuadro 15.7) deflacionados por el índice del costo de vida y no ahorros netos personales anuales de las cuentas nacionales.

Estos activos de las familias representan ahorros acumulados a través del tiempo. Para presentarlos en términos reales se ha deflactado los stocks de activos del cuadro 15.7 por el índice nacional de precios al consumidor, categoría empleados, con base 1958 = 100. Las cifras del producto bruto interno también se tomaron a precios de 1958 = 100. Comparando las variaciones entre estas dos series puede verse, que el ritmo de crecimiento de compra de activos que representa un aspecto del ahorro ha sido mayor que el crecimiento del producto bruto interno.

Las primas de seguros pagadas por las familias se incrementaron en un 73% al pasar de \$ 191 millones en 1963 a \$ 331 millones en 1966; de este último año a 1969 se registra un 62% de aumento, toda vez que se registró un aumento de \$ 205 millones de pesos, durante este último período.

Las inversiones en acciones y participaciones de capital en bancos, corporaciones financieras, compañías de seguros, sociedades anónimas y limitadas presentan los cambios que aparecen en el cuadro 15.9.

La inversión de las familias en bancos y corporaciones financieras señala aumentos significativos en los dos períodos reseñados. La participación de las familias en forma de activos en empresas aseguradoras, no registra un aumento tan notorio en el último período considerado como el registrado en el lapso anterior. Este se debe en parte a las utilidades excesivas de las compañías de seguros que no da incentivos a la diversificación de inversiones directas a los poseedores de acciones en estas compañías.

El capital pagado de sociedades anónimas y limitadas en poder de familias, señala para 1963-1966 un gran aumento; en tanto que para 1966-1969 no se incrementa, posiblemente debido a la actividad competitiva de los fondos de inversión, los cuales se clasifican como sector financiero y no registran un volumen absoluto apreciable en el primer período pero sí en el segundo período cuando el incremento en manos de fondos de inversión fue de 319%.

El total de rubros anteriores conforma los activos del sector familias. Una comparación de las cifras totales muestra que entre 1963 y 1966, el total de activos financieros en manos de familias aumentó en un 80%; el aumento por el mismo concepto entre 1966 y 1969 fue de 50%.

CUADRO 15.9 – INVERSIONES FINANCIERAS EN FORMA DE ACTIVOS DE FAMILIAS

Entidades	1963	1966	1969	Cambio porcentual	
				1963 - 1966	1966 - 1969
Bancos comerciales	369	596	849	62	42
Corporaciones financieras	38	52	146	37	181
Compañías de seguros	55	97	98	76	1
Agricultura y negocios	4.244	7.671	7.696	81	0
Total	4.706	8.416	8.788	79	4

2. Pasivos del sector familias.

Conforman el pasivo de las familias los créditos provenientes del sector financiero y el gobierno. Entre 1963 y 1966 las obligaciones financieras de las familias se aumentaron en 53%, destacándose los créditos hipotecarios del B.C.H. Durante el período 1966-1969, el total de pasivos de las familias se incrementó globalmente en 111%, o a una tasa muy superior a sus activos, siendo el B.C.H. la entidad que incidió mayormente en este aumento; los impuestos por pagar tienen también una participación relativamente significativa. Hay que recordar que no toda la suma de impuestos por pagar es un pasivo efectivo, pues los contribuyentes ganan más del 80% de las reclamaciones al fisco por tal concepto.

3. Activos del sector agricultura y negocios.

Los billetes y los depósitos en cuenta corriente y a la vista, tienen el mismo comportamiento que en el sector familias (ver anexo).

Los depósitos a término en el período 1963-1966 señalan una disminución notoria en todo el sistema bancario. Para los años 1966-1969 se opera una transferencia de los bancos a las corporaciones financieras, debido al aumento en el tipo de interés pagado por éstas últimas (10%) para estos depósitos. Esto se relaciona con el hecho de no existir encaje para los depósitos a término en las corporaciones; para los depósitos a término en los bancos sí existe tal encaje. El sistema bancario continúa actualmente otorgando entre el 5% y el 7% de interés, según el plazo, sobre estos depósitos. La diferencia en el rendimiento aunado al encaje, explica el fenómeno comentado.

Componen el renglón de depósitos en el Banco de la República los depósitos por importaciones y los depósitos previos para giros efectuados por los importadores. De 1963 a 1966 aumentaron en un 70%; de 1966 a 1969 un 24 %.

El cambio registrado entre 1963 y 1966 en el total de activos asciende a un 56%; para el período 1966-1969 el aumento es ligeramente menor.

4. Pasivos del sector agricultura y negocios.

Los renglones principales del pasivo de este sector lo forma el financiamiento comercial, las obligaciones del sector por acciones poseídas por los sectores financiero y privado, el financiamiento del sistema bancario, los préstamos y descuentos del Banco de la República (especialmente los concedidos a la Federación de Cafeteros) y otros créditos del Banco de la República (convenios y cartera de los fondos financieros).

En conjunto el total de pasivos varía en un 79% entre 1963 y 1966. La variación para 1966-1969 es inferior, 63%.

5. *Activos del sector gobierno.*

Los principales rubros que conforman los activos financieros del gobierno son los depósitos y otros activos en el sistema bancario, los impuestos por recibir y los aportes a organismos internacionales.

El total de activos del gobierno varía entre 1963-1966 en un 63%, en tanto que para los años 1966-1969 la variación es del 130%, destacándose los aumentos de los depósitos del sector público en el Banco de la República, en los bancos comerciales y oficiales y en la Caja Agraria.

6. *Pasivos del sector gobierno.*

Las obligaciones del gobierno están conformadas especialmente por los préstamos a corto plazo, la deuda pública interna, la deuda pública externa, los préstamos y descuentos y el crédito bruto otorgado por el Banco de la República.

La deuda pública interna señala una variación del 90% en el período 1963-1966, habiendo disminuído esta variación a un 36% para el segundo período considerado, debido a la menor colocación de obligaciones del gobierno en parte del sector financiero y en el Banco de la República.

El crecimiento de la deuda externa garantizada y no garantizada por el gobierno, registra un incremento del 44% entre los años 1963-1966; para los años 1966-1969, la variación registrada es del orden de 189%.

Aunque creció el crédito bruto del Banco de la República al gobierno, las variaciones en el segundo período fueron menores que las registradas en el período anterior.

El total de pasivos en los años 1963-1966 se incrementó en un 64%, pasando a 107% en el segundo período, debido especialmente al endeudamiento con el sector internacional, factor determinante del crecimiento acelerado de las obligaciones gubernamentales. Esto fue debido a mayor acceso a fuentes de crédito internacional y al atraso en el desarrollo de la capacidad impositiva.

7. *Activos del sector internacional.*

Los renglones más significativos en los activos financieros del sector internacional están constituídos por los diferentes tipos de deuda externa, pública y privada y los activos internacionales a corto, mediano y largo plazo en el Banco de la República.

La deuda externa en los bancos comerciales señala niveles crecientes en los períodos analizados. Para el período 1963-1966 este crecimiento fue de 137% y 225% para los bancos comerciales y oficiales respectivamente. Se experimenta un crecimiento sostenido del 107% para la banca comercial, mientras que la banca oficial señala solamente un 12% de variación para el segundo período.

Generalmente las obligaciones de la banca comercial con el exterior son a corto plazo, con efectos directos sobre la balanza cambiaria.

La financiación creciente a corto plazo de los proveedores extranjeros a los importadores nacionales, en principio constituye un alivio para la balanza cambiaria, pero a mediano plazo y al hacerse exigibles dichas obligaciones, se convierten en pesada carga para las reservas internacionales. Además, esta clase de obligaciones puede formar parte considerable de las reservas netas, dando una falsa sensación de solidez del sistema económico. En verdad lo que se tiene es un mayor grado de vulnerabilidad de la economía con incidencias probables en el desencadenamiento de presiones en el tipo de cambio y en la capacidad de pagos del país.

La vulnerabilidad del sistema será aún mayor si el incremento en el endeudamiento no va acompañado de un incremento más que proporcional en las exportaciones.

Un aumento desproporcionado del financiamiento externo a corto plazo, al afectar la capacidad crediticia del sistema bancario, hace más difícil el manejo de la política monetaria.

8. *Pasivos del sector internacional.*

Los depósitos del sector financiero en el sector internacional acusan una disminución pronunciada entre 1966-1969, ocasionada directamente por los efectos de la política cambiaria promulgada en el Decreto 444 de 1967. Es así como entre 1963-1966 estos depósitos aumentan en 28% en tanto que de 1966 a 1969 disminuyen en 31%, trasladándose al Banco de la República, entidad que concentra el manejo de las divisas.

Los pasivos del sector internacional, representados por los activos internacionales del Banco de la República y por los aportes del gobierno nacional a las entidades internacionales, señalan un mejoramiento notable entre 1966-1969 del orden de 249%; en el período inmediatamente anterior, 1963-1966, estos crecieron tan solo un 15%.

El incremento de los activos internacionales del Banco de la República, obedece a varios factores entre los cuales se destacan los aumentos experimentados en las exportaciones menores y en la incorporación de nuevos recursos de crédito.

9. *Activos del sector financiero.*

Los depósitos del sistema bancario en el Banco de la República registraron un aumento considerable entre 1966-1969 del orden de 319%; en el período 1963-1966 este aumento fue menor, 114%.

Un hecho que merece destacarse es el incremento más que proporcional en la cartera de los bancos respecto de los depósitos en los mismos, durante el período 1966-1969. Los depósitos en el período analizado se incrementaron en 68%, mientras que la financiación comercial presentó una variación de 79%. Los rubros que mayor incidencia tienen en este comportamiento son los préstamos a corto plazo de la banca comercial y oficial al gobierno, los empréstitos a corporaciones financieras y la financiación comercial al sector empresarial y a las familias. Este fenómeno no se presentó en el período 1963-1966.

Otro renglón que tiene significación en los activos del sector financiero es el correspondiente a inversiones, que presentan un relativo aumento en los períodos señalados.

10. *Pasivos del sector financiero.*

Aparte de los depósitos comentados anteriormente, el renglón de inversiones correspondiente a los pasivos del sector financiero, presenta incrementos considerables del 98% para el período 1963 - 1966 y de 114% para el período siguiente, 1966 - 1969. Los préstamos y descuentos del Banco de la República al sector financiero aumentaron en un 42% en el primer período. Entre 1966 - 1969 este aumento fue de 61%.

11. *Activos del Banco de la República.*

El total de activos del Banco de la República se incrementó en 61% en el primer período considerado, habiéndose obtenido una variación de 84% durante el segundo. Los principales renglones están constituidos por los préstamos y descuentos al sector financiero, las inversiones y los activos internacionales, a los cuales se hizo referencia anteriormente.

12. *Pasivos del Banco de la República.*

Los forman principalmente los billetes en circulación, y los depósitos en moneda nacional y extranjera. Los pasivos internacionales del Banco de la República fueron anteriormente comentados.

VII. Resumen.

Los datos anteriores indican el gran valor potencial de un juego de cuadros de flujo de fondos consistentes, para mostrar las interrelaciones financieras entre los sectores básicos de la economía. Sin estos cuadros es casi imposible manejar una política financiera consistente, que abarque un conocimiento total de las implicaciones financieras (además de las reales) de una decisión que afecte un activo o un pasivo financiero. Se recomienda, entonces, que el gobierno colombiano, el Banco de la República, y todas las otras instituciones públicas y privadas, que tienen interés especial en el impacto económico de la política monetaria, contribuyan a la continuación y ampliación de estudios y a la preparación de cuadros de flujos de fondos para Colombia.

Adicionalmente se sugiere que los cuadros actuales se amplifiquen para desglosar aún más los renglones de fuentes y usos de fondos, utilizando no solamente los datos ya disponibles en manos de las instituciones reguladoras del crédito, sino también realizando muestreos y haciendo entrevistas para captar más información que incluya datos sobre el mercado extrabancario. Además es importante elaborar cuadros para los años 1962, 1965, 1968 y poder así determinar flujos de fondos netos *anuales* para los años seleccionados tanto en precios corrientes como reales. Así están haciendo en Brasil para los años 1960, 1963, 1966 y 1969 y así también esperamos los datos de flujo de fondos para México.

Adicionalmente, los cuadros ya terminados indican el gran valor de un desglose de las cuentas de inversión y ahorro bruto nacional, de las cuentas nacionales por sectores de ingreso y producción, para poder elaborar un juego de fuentes y usos de fondos integrado con dichas cuentas nacionales. Este trabajo es difícil pero no imposible, pero demanda un alto grado de colaboración entre las secciones relevantes del Banco de la República, DANE, y Planeación (DNP). También es importante dar impulso a estudios de fuentes y usos de fondos por sectores de actividad económica en las tablas de insumo-producto en preparación por Planeación y con la colaboración del DANE. Esto hará factible el hacer proyecciones sectoriales nacionales de flujos de fondos consistentes con proyecciones de producción e ingreso real de los planes nacionales.

La primera impresión al revisar los datos presentados en este estudio preliminar, (deben ser considerados como parciales y sujetos a revisión y ampliación) revela algunos problemas básicos dentro del mercado de capitales colombiano. Hay un desvío serio en flujos de fondos de sectores que acumulan activos financieros netos, provenientes de fuentes internas hacia fuentes externas. Las familias están perdiendo lugar como fuente neta de ahorros financieros, debido en parte a las bajas tasas de interés en depósitos de ahorros y a la falta de incentivos a ahorrar. Esto se debe en parte a la desigualdad en la distribución del ingreso, que cada día está aumentando, junto con la baja propensión marginal a ahorrar dentro del país por parte de las clases sociales más dotadas y en parte a los cambios relativos en los precios que favorecen las inversiones en planta, maquinaria, importación de bienes intermedios más que a la compra de bienes de consumo (queda así una reserva real relativa cada día menor del ingreso familiar disponible, destinada a ahorrar e invertir fuera de la compra de bienes durables de consumo).

También los datos indican que algunas instituciones financieras están haciendo utilidades excesivas, debido al estado de oligopolio en el mercado de capitales (esto es en parte debido al poco desarrollo de este sector y en parte a subvenciones del sector público y de las instituciones internacionales de crédito). Pero un alto porcentaje de estas utilidades está siendo ahorrado e invertido en otros sectores de la economía, aportando al crecimiento económico, aún cuando éste está llevando a una concentración de riqueza cada día más grande en manos de las mismas instituciones de crédito y de sus socios que muestra una creciente concentración de poder dentro de la economía y de la sociedad. Entonces vale la pena considerar métodos por los cuales el sector regulador del gobierno pueda aprovechar el

valor humano y empresarial de las instituciones financieras, con miras altamente patrióticas, para la mejor asignación de recursos nacionales, pero minimizando el abuso del poder oligopolístico dentro de la economía, con menores utilidades y costos no excesivos. Debe darse impulso a un juego de tasas de interés más alto para ahorradores en instituciones financieras, llegando a una tasa de interés real que refleje el costo marginal social del capital en Colombia que es del orden del 10% en términos reales. Debe darse impulso también a la racionalización de los costos de intermediación financiera por parte de las instituciones de crédito del sector público y privado, estimando el impacto en la deficiencia social y económica del estado actual de las inversiones forzosas de tasas de interés desequilibrado.

En fin, hay mucho que hacer en la política monetaria y crediticia de Colombia, indicada por los primeros intentos de análisis de cuadros de flujos de fondos. Tal vez el primer esfuerzo debe ser el mejoramiento y ampliación de los cuadros mismos, y la actualización de los datos sobre el flujo de fondos de los sectores principales. Mientras tanto los datos indican claramente los esfuerzos en el campo de la política monetaria que deben realizarse para llevar a Colombia a un mejor nivel de bienestar económico y social.

VIII. Anexo.

En los cuadros 15.10 a 15.15 que aparecen a continuación se encuentran las siguientes convenciones y abreviaturas:

AID: Agencia Internacional de Desarrollo	IFI: Instituto de Fomento Industrial
ASECOLDA: Asociación Colombiana de Compañías de Seguros	IGBCH: Informe del Gerente del Banco Central Hipotecario
BC: Bancos comerciales	IGBR: Informe del Gerente del Banco de la República
BCf: Banco Cafetero	IM: Informe Musgrave
BCH: Banco Central Hipotecario	Inf. dir.: Información directa
BID: Banco Interamericano de Desarrollo	ISB: Informe del Superintendente Bancario
BO: Bancos oficiales	MMH: Memoria del Ministro de Hacienda
BR: Banco de la República	p: Página(s)
BRDIE: Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República	RBR: Revista del Banco de la República
c: Cuadro(s)	RSB: Revista de la Superintendencia Bancaria
CA: Caja Agraria	RSSA: Revista de la Superintendencia de Sociedades Anónimas
CAT: Certificado de abono tributario	SB: Superintendencia Bancaria
CO: Caja de Ahorros del Círculo de Obreros	SB1: Forma utilizada por la Superintendencia Bancaria para los balances consolidados de los bancos comerciales y oficiales
DCÍBB: Directorio de Compañías Inscritas en la Bolsa de Bogotá	SB2: Forma utilizada por la Superintendencia Bancaria para la descomposición de préstamos y descuentos: anexo 11
FDU: Fondo de Desarrollo Urbano	SB3: Forma utilizada por la Superintendencia Bancaria para inversiones: anexo 5
FFA: Fondo Financiero Agrario	SB4: Forma utilizada por la Superintendencia Bancaria para movimiento de préstamos y descuentos: anexo 10
FFI: Fondo Financiero Industrial	SSA: Superintendencia de Sociedades Anónimas
FIP: Fondo para Inversiones Privadas	
FMI: Fondo Monetario Internacional	
ICT: Instituto de Crédito Territorial	
IFCGR: Informe Financiero de la Contraloría General de la República	

CUADRO 15.10 – METODOLOGIA PARA EL ANALISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS DEL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO. 1963, 1966 y 1969

(Millones de pesos)

Sector y cuentas	Fuentes de información	1963	1966	1969
		Dic. 31	Dic. 31	Dic. 31
I. FAMILIAS – ACTIVOS				
A. Billetes. Banco de la República				
1. 90% de los billetes en poder del público	RBR 2/69, 2/70 c10 (Hipótesis de trabajo)	2.217	3.597	5.755
B. Depósitos en cuenta corriente y a la vista. Bancos				
1. Suma de cuentas corrientes y a la vista	RSB 1/64 p38; RSB 1/67 p45; RBR 2/70 p39; SB1 dic. 31/66; BO	(3.175)	(3.037)	(8.215)
Bancos comerciales		(973)	(1.577)	(3.033)
Bancos oficiales		(218)	(322)	(643)
2. Menos: depósitos oficiales ¹		(380)	(805)	(1.725)
Bancos comerciales		(273)	(551)	(1.273)
Bancos oficiales		(85)	(154)	(367)
3. Se toma para las familias el 50% del saldo restante				
Bancos comerciales		1.398	2.116	3.245
Bancos oficiales		353	513	880
Caja Agraria		67	84	138
C. Depósitos de ahorro (todo lo de sección de ahorro)	RSB 1/64 p38, 76 y 80, 1/67 p45, 2/70 p39			
Bancos comerciales		286	494	799
Bancos oficiales		147	319	505
Caja Agraria más Círculo de Obreros		614	912	1.366
D. Ahorros a largo plazo. Banco Central Hipotecario	RSB 1/64 p65 y 68; IGBCH 66 p103			
1. Sección hipotecaria		(936)	(1.358)	(3.998)
2. Menos: cédulas vendidas a bancos comerciales	RSB 1/67 p87, 2/70 p41	(341)	(433)	(567)
3. Menos: cédulas vendidas a compañías de seguros	ASECOLDA 63, 66, 69	(75)	(103)	(187)
4. Menos: cédulas vendidas a capitalizadoras	ISB 66 y 69	(24)	(45)	(73)
5. Menos: cédulas vendidas a fondos de inversión	RSB 1/67 p134, 2/70 p134	(0)	(2)	(17)
6. Menos: cédulas vendidas a corporaciones financieras	ISB 66 c22 p205; RSB 2/70 p103 y 115	(1)	(2)	(47)
7. Igual: cédulas vendidas a familias		495	773	3.107
8. Más: cédulas de capitalización	RSB 1/64 p68, 1/67 p91	(252)	(362)	(506)
9. Más: bonos industriales		(49)	(80)	(60)
10. Igual: ahorros a largo plazo de familias en el Banco Central Hipotecario		796	1.215	3.673
E. Bonos de corporaciones financieras				
1. Bonos en circulación	RBR 1/65 c34; RSB 1/67 p87 y 121, 2/70 p41 y 129	(28)	(134)	(492)
2. Menos: bonos vendidos a bancos		(6)	(46)	(80)
3. Menos: bonos vendidos a compañías de seguros	ASECOLDA 63, 66, 69	(3)	(2)	(7)
4. Igual: bonos vendidos a familias		19	86	405
F. Ahorros – capitalizadoras				
1. Reservas técnicas (cuotas recaudadas)	ASECOLDA 66, 69; ISB 66 c32 p219	520	761	985
G. Ahorros. Fondos de inversión				
1. Unidades en circulación	RSB 1/67, 2/70 p134	0	242	857
H. Seguros. Primas	ASECOLDA 63, 66 y 69	191	331	536
I. Gobierno. Deuda a favor de familias				
1. Total deuda interna	MMH 67 y 69; RBR 2/69, 2/70 y 9/70	(3.435)	(6.524)	(8.890)
2. Menos deudas a los bancos				
Bancos comerciales	RSB 1/64 p65, 1/67 p87, 2/70 p41 c11	(249)	(460)	(835)
Bancos oficiales	RSB dic.31/66	(65)	(233)	(158)
Banco de la República		(1.983)	(2.619)	(2.484)
Caja Agraria	SB3 dic.31/63, 66	(139)	(138)	(121)
3. Menos: deuda a las compañías de seguros	ASECOLDA 63, 66, 69	(57)	(106)	(132)
4. Menos: deuda a las capitalizadoras	ISB 66 c32 p218	(13)	(49)	(53)
5. Menos: deuda a los fondos de inversión	BRDIE (Flujo de Fondos); RSB 2/70 p134	(0)	(23)	(20)
6. Menos: deuda a las corporaciones financieras	ISB 66 c22 p205; RSB 2/70 p41 y 115, 1/64 p65; SB3 dic. 63 y 66; BCH; CO	(0)	(5)	(0)
7. Menos: deuda a bancos hipotecarios y deuda Círculo de Obreros		(40)	(19)	(49)
8. Igual: deuda a familias		889	2.872	5.038
J. Inversiones activas. Bancos				
1. Capital pagado bancos comerciales	RSB 1/67 p45, 1/64 p38, 1/70 p39	(410)	(637)	(1.064)
2. Menos: acciones en poder de las compañías de seguros	ASECOLDA 63, 66, 69	(41)	(28)	(59)
3. Menos: acciones en poder de los fondos de inversión	BRDIE (Flujo de Fondos); RSB 2/70 p134	(0)	(13)	(156)
4. Igual: acciones en poder de familias		369	596	849
K. Inversiones activas. Corporaciones financieras				
1. Capital pagado	ISB 63 p92; RSB 1/64, 1/67 p87 y 121, 2/70 p121	(255)	(349)	(897)
2. Menos: acciones en poder de bancos comerciales y bancos oficiales		(63)	(87)	(166)
3. Menos: 80% de lo restante que se asume en poder de negocios		(154)	(210)	(585)
4. Igual: acciones en poder de familias		38	52	146

¹ Hipótesis calculada con base en datos de la Superintendencia Bancaria sobre depósitos oficiales en diciembre 1968, junio 1969 y diciembre 1969.

CUADRO 15.10 (continuación)

Sectores y cuentas	Fuentes de información	1963 Dic. 31	1966 Dic. 31	1969 Dic. 31
L. Inversiones activas. Compañías de seguros				
1. Capital pagado	ASECOLDA 63, 66 y 69	(109)	(126)	(149)
2. Menos: 50% de las acciones en poder de las compañías de seguros		(54)	(29)	(51)
3. Total de acciones en poder de familias		55	97	98
M. Inversiones activas. Sociedades anónimas				
1. Capital pagado (sociedades anónimas vigiladas por la Superintendencia de Sociedades Anónimas)	RSSA 66 p30; Inf. dir.	(5.464)	(9.299)	(11.295)
2. Menos: total de las acciones en bancos	Ver I.J.1.	(410)	(637)	(1.064)
3. Menos: total de acciones en poder de corporaciones financieras	Ver I.K.1.	(255)	(349)	(897)
4. Menos: total de acciones en poder de compañías de seguros	Ver I.L.1.	(109)	(126)	(149)
5. Menos: 20% de lo que aparece como inversión privada en sociedades anónimas	DCIBB 63, 66, 69	(219)	(338)	(680)
6. Menos: acciones en poder de los fondos de inversión	BRDIE (Flujo de Fondos); RSB 2/70 p134	(0)	(181)	(783)
Acciones más bonos		(0)	(23)	(156)
Menos: bonos del gobierno		(0)	(13)	(20)
Menos: acciones en bancos		(0)	(145)	(680)
Total		(0)	(145)	(680)
7. Menos: acciones de negocios en poder de las compañías de seguros (Paz del Río)	ASECOLDA 63, 66, 69	(271)	(191)	(393)
8. Menos: acciones de Paz del Río en poder de las capitalizadoras	ISB 63, 66, 69; SB3 capitalizadoras; RSB <i>anexos</i> 63, 66, 69	(89)	(0)	(237)
9. Igual: acciones agropecuarias y empresariales en poder familias		4.111	7.513	7.268
N. Inversiones activas en sociedades limitadas				
1. Capital escriturado	RSSA 64 p171, 66 p73; Inf. dir.	133	158	427
II. FAMILIAS — PASIVOS				
A. Préstamos personales Banco de la República (préstamos para vivienda empleados)	RBR 2/69 c7, 2/70 c7 y 12	50	86	106
B. Préstamos personales. Préstamos vigentes para consumo y educación				
1. Bancos comerciales	RSB 1/64 p62, 1/67 p83, 2/70 p73; RBDIE	(100)	(136)	(218)
2. Bancos oficiales	SB4 dic. 31/63, 66, 69	(52)	(98)	(141)
3. Caja Agraria		(0)	(26)	(28)
4. Total de préstamos		152	260	387
C. Préstamos del Banco Central Hipotecario	IGBCH 63 p10, dic. 31/66 p12, 69 p18			
1. Amortización gradual		(958)	(1.398)	(2.539)
2. Más todos los demás préstamos incluyendo los del Decreto Ley 687 de 1967, excluyendo los industriales		(155)	(177)	(1.386)
3. Igual: préstamos a familias		1.113	1.575	3.925
D. Préstamos de capitalizadoras	ISB 66 c32 p218, ASECOLDA 63, 66, 69			
1. Préstamos hipotecarios y préstamos con garantía de título		288	458	572
E. Préstamos y siniestros de las compañías de seguros				
1. Préstamos hipotecarios y préstamos con garantía de título	ASECOLDA 63, 66, 69	(189)	(256)	(351)
2. Más siniestros recibidos por familias (se asume la misma proporción que para primas, es decir el 33.5%)		(74)	(135)	(221)
3. Igual: préstamos y títulos de las familias		263	391	572
F. Gobierno: impuestos no pagados				
1. Impuestos por cobrar netos menos varias clases de provisiones	IFCGR 63 p162, 66 p355, 69 p47	(321)	(1.002)	(5.184)
2. Menos: depósitos aplicables a rentas		(88)	(366)	(2.940)
3. Igual: valor neto de impuestos por cobrar		233	636	2.244
4. Se supone que el 30% de esta suma es la participación de los particulares	IM c3-3 p41	70	191	673
III. AGRICULTURA Y NEGOCIOS — ACTIVOS				
A. Banco de la República	RBR 2/69 c10, 2/70 c10			
1. Depósitos para importaciones		(1.019)	(909)	(1.666)
2. Depósitos previos para giros al exterior (resolución 53/64)		(0)	(827)	(493)
3. Depósitos del público en moneda nacional		(23)	(34)	(29)
4. Total depósitos		(1.042)	(1.770)	(2.188)
5. Otros pasivos (obligaciones al sector privado en moneda nacional, moneda extranjera y otros)		(100)	(223)	(278)
6. 10% de los billetes en poder del público		(246)	(400)	(640)
7. Total		1.388	2.393	3.106
B. Depósitos a la vista y en cuenta corriente				
1. Lo mismo que los de familias	Ver I.B.3.			
Bancos comerciales		1.398	2.116	3.245
Bancos oficiales		353	513	880
Caja Agraria		67	84	138
C. Depósitos a término en bancos				
1. Depósitos a término (hasta de 30 días y después de 30 días)	RSB 1/67 p45, 2/70 p39, 1/64 p38, SB1 dic. 31/66; BO; CA			

CUADRO 15.10 (continuación)

Sectores y cuentas	Fuentes de información	1963 Dic. 31	1966 Dic. 31	1969 Dic. 31
Bancos comerciales		109	114	37
Bancos oficiales		13	9	8
Caja Agraria		48	0	0
Banco Central Hipotecario		2	0	0
D. Depósitos a término. Corporaciones financieras				
1. Depósitos a término	RSB 1/67 p 121, 2/70 p 129	0	0	134
E. Compañías de seguros: primas				
1. Calculado del total de primas según tipo de seguro	ASECOLDA 63, 66, 69	378	658	1.064
F. Inversiones en corporaciones no financieras	Ver I.M.5.	219	338	680
G. Inversiones en corporaciones financieras	Ver I.K.3.	154	210	585
IV. AGRICULTURA Y NEGOCIOS – PASIVOS				
A. Banco de la República	RBR 2/69 c 12, 2/70 c 12			
1. Préstamos y descuentos				
a) Federación de Cafeteros		(229)	(1.003)	(1.133)
b) Fondos ganaderos		(59)	(95)	(177)
c) Cooperativas		(2)	(7)	(17)
d) Total préstamos y descuentos		290	1.105	1.327
2. Otros créditos del Banco de la República	RBR 2/69 c 7, 2/70 c 7			
a) Por convenios de compensación		(0)	(0)	(768)
b) Por créditos europeos y Agencia Internacional de Desarrollo		(8)	(217)	(881)
c) Inversiones Paz del Río		(82)	(37)	(0)
d) Otros créditos (cartas de crédito pendientes de reembolso)		(137)	(392)	(897)
e) Cartera de los fondos administrados por el Banco de la República		(65)	(712)	(1.472)
f) Total otros créditos		292	1.358	4.018
B. Financiación comercial				
1. Deudores varios moneda nacional <i>más deudores varios moneda extranjera reducida a moneda legal más créditos de exportación utilizados</i>	RSB 1/64 p 37, 1/67 p 44 y 2/70 p 38; SB2 dic. 69; SB3: BCH y CA dic. 31/63; SB1: CA, BCF, BCH y CO, dic. 31/66	655	1.796	3.531
Bancos comerciales		227	751	868
Bancos oficiales		91	128	300
Caja Agraria		14	13	37
Banco Central Hipotecario más Círculo de Obreros				
C. Financiación comercial. Corporaciones financieras				
1. Deudores por créditos y aceptaciones más deudores varios	RSB 2/70 p 129; ISB 63 p 85; RSB 1/67 p 121	140	428	696
D. Financiación a corto plazo. Bancos				
1. Total de préstamos a corto plazo	RBR 12/68 c 28, 2/70 c 28; SB2 dic. 31/66; BCF y CA	(2.735)	(3.636)	(4.937)
Bancos comerciales		(927)	(1.328)	(2.039)
Bancos oficiales		(621)	(916)	(1.791)
Caja Agraria				
2. Menos: préstamos de consumo personal				
Bancos comerciales	RSB 1/67 p 83, 2/70 p 73, 1/64 p 62	(100)	(126)	(186)
Bancos oficiales	SB4 dic. 31/63, 66, 69	(52)	(94)	(106)
Caja Agraria		(0)	(0)	(0)
3. Menos: préstamos oficiales				
Bancos comerciales		(89)	(86)	(290)
Bancos oficiales		(108)	(113)	(290)
Caja Agraria		(0)	(0)	(0)
4. Igual: préstamos a corto plazo a agricultura y negocios				
Bancos comerciales		2.536	3.424	4.461
Bancos oficiales		767	1.121	1.643
Caja Agraria		621	916	1.791
E. Financiación a mediano y largo plazo				
1. Préstamos a mediano plazo más préstamos a largo plazo	RBR 12/68 c 28, 2/70 c 28; SB2: BO y CA dic. 31/63, 66			
Bancos comerciales		(706)	(1.047)	(1.471)
Bancos oficiales		(398)	(595)	(1.440)
Caja Agraria		(1.093)	(1.423)	(2.526)
2. Menos: préstamos para educación	RBS 1/67 p 83; 2/70 p 72; SB4 dic. 31/63, 66			
Bancos comerciales		(0)	(11)	(32)
Bancos oficiales		(0)	(3)	(35)
Caja Agraria	Inf. dir.: RBDIE	(0)	(25)	(28)
3. Igual: préstamos a mediano y largo plazo a agricultura y negocios				
Bancos comerciales		706	1.036	1.439
Bancos oficiales		398	592	1.405
Caja Agraria		1.093	1.398	2.498
F. Financiación a mediano y largo plazo del Banco Central Hipotecario	IGBCH 63 p 10, 66 p 12, 69 p 18			
1. Préstamos industriales		76	101	57

CUADRO 15.10 (continuación)

Sectores y cuentas	Fuentes de información	1963 Dic. 31	1966 Dic. 31	1969 Dic. 31
G. Financiación a mediano y largo plazo. Corporaciones financieras	RSB 1/67 p121, 2/70 p129; ISB 63 p85			
1. Todos los préstamos y descuentos más otros préstamos		416	763	3.311
H. Financiación a mediano y largo plazo. Capitalizadoras	RSB <i>anexas</i> 69			
1. <i>Préstamos prendarios</i>	ASECOLDA 63; ISB 66 c32 p218	12	4	4
I. Financiación a mediano y largo plazo. Fondos de inversión	RSB 2/70 p134, 1/67 p134			
1. <i>Créditos hipotecarios</i>		0	9	8
J. Financiación a mediano y largo plazo. Compañías de seguros	ASECOLDA 63, 66, 69			
1. Préstamos prendarios		9	13	32
K. Inversiones. Corporaciones financieras	ISB 63 p85; RSB 1/67 p121, 2/70 p129			
1. <i>Inversiones voluntarias</i>		74	284	787
L. Inversiones. Capitalizadoras	RSB <i>anexas</i> 69; ASECOLDA 63; ISB 66 c32 p218			
1. Acciones sociedades anónimas		105	123	237
M. Inversiones. Fondos de inversión	BRDIE (Flujo de Fondos); Ver I.M.6.			
1. Acciones más bonos		(0)	(181)	(783)
2. Menos: bonos del gobierno		(0)	(23)	(20)
3. Menos: acciones en bancos		(0)	(13)	(156)
4. Igual: inversiones agropecuarias y empresariales		0	145	607
N. Compañías de seguros. Siniestros	ASECOLDA 63, 66, 69			
1. Se asume la misma proporción de cada clase de siniestros de seguro que para primas, es decir el 66.5%		147	268	440
O. Compañías de seguros. Inversiones en corporaciones no financieras	ASECOLDA <i>estadísticas</i> 69; ver I.M.7.			
1. Acciones de Paz del Río		271	191	393
P. Impuesto por pagar al gobierno 70% del impuesto neto por cobrar	Ver I.F.3, I.F.4.; IFCGR 69	163	445	1.571
Q. Inversiones activas. Corporaciones no financieras	Ver I.M.5.			
1. Lo mismo que en activos de familias		219	338	680
R. Inversiones activas de los particulares	Ver I.M.9.			
1. Lo mismo que en activos de familias		4.111	7.513	7.268
S. Inversiones activas en sociedades limitadas	Ver I.N.1.	133	158	427
V. GOBIERNO – ACTIVOS				
A. Banco de la República				
1. Del Gobierno Nacional y otras entidades	RBR 1/67 <i>balance</i> 66 p43, 1/64 <i>balance</i> 63, 2/70 c3, 2/69 c4, 2/70 c4			
a) Depósitos moneda nacional, Gobierno		(435)	(380)	(471)
b) Depósitos moneda nacional otras entidades		(16)	(38)	(67)
c) Total depósitos		451	418	538
d) Otros pasivos del Gobierno Nacional	RBR 2/69 c3, 2/70 c3	168	443	950
B. Depósitos a la vista y en cuenta corriente	Ver I.B.2.			
1. Porcentaje del total de depósitos en cuenta corriente y a la vista				
Bancos comerciales		380	805	1.725
Bancos oficiales		273	551	1.273
Caja Agraria		85	154	367
C. Impuestos por cobrar particulares y corporaciones no financieras	Ver II.F.A., IV.P.			
1. Lo mismo que en los pasivos de cada grupo				
a) Familias		70	191	673
b) Agricultura y negocios		163	445	1.571
D. Aportes en organismos internacionales más total de activos internacionales	RBR 1/64 <i>balance</i> 63, 1/67 <i>balance</i> 66 p42, 2/69 c2, 2/70 c2 y <i>balance</i>	1.949	2.526	7.179
VI. GOBIERNO – PASIVOS				
A. Banco de la República				
1. Gobierno Nacional y entidades oficiales	RBR 2/69 c12, 2/70 c3 y 4; ver XI.C.2., XI.C.3., XI.G.1.			
a) Préstamos y descuentos		258	347	507
b) Inversiones				
Gobierno Nacional		(1.844)	(2.458)	(2.116)
Entidades oficiales		(139)	(161)	(368)
Total inversión oficial (deuda interna)		1.983	2.619	2.484
c) Crédito bruto al Gobierno Nacional	Ver XII.C.4.	973	1.934	2.903
B. Deuda pública interna. Bancos				
1. Suma de: bonos nacionales deuda interna del 8%; bonos nacionales consolidados; bonos de desarrollo económico; deuda pública municipal y departamental; deuda pública Ley 21/63; bonos de vivienda y ahorros; bonos de entidades de derecho público; pagaré prodamnificados de Cali; documentos de deuda pública nacional, departamental y municipal; pagarés de deuda interna; deuda interna del 4%; energía eléctrica de Bogotá; Instituto de Crédito Territorial y documentos deuda pública Resolución 18/63	RSB 1/64 p65, 1/67 p87, 2/70 p41; SB3 dic. 31/66			

CUADRO 15.10 (continuación)

Sectores y cuentas	Fuentes de información	1963 Dic. 31	1966 Dic. 31	1969 Dic. 31
Bancos comerciales		249	460	835
Bancos oficiales		65	233	158
Caja Agraria		139	138	121
Banco Central Hipotecario más Círculo de Obreros		40	19	49
C. Deuda pública interna. Capitalizadoras.	Ver I.1.4.; ISB 69, 66 c32 p218			
1. Bonos del Gobierno		13	49	53
D. Deuda pública interna. Fondos de inversión	Ver I.1.3., I.1.5., I.M.6.; BRDIE	0	23	20
E. Deuda pública interna. Compañías de seguros	ASECOLDA 66, 69			
1. Bonos nacionales, municipales y departamentales		57	106	132
F. Deuda pública interna. Corporaciones financieras	Ver I.1.6.; RSB 2/70 p115	0	5	0
G. Deuda pública interna. Familias	Ver I.1.8.			
1. Lo mismo que en activos de familias		889	2.872	5.038
H. Deuda pública externa (Gobierno Nacional) Entidades públicas garantizadas y no garantizadas por el Gobierno Nacional, más deuda privada garantizada)	BRDIE, (Balanza de Pagos)	4.302	6.309	18.900
I. Préstamos a corto plazo. Bancos	SB4 dic. 31/66, 69; BC; SB4 dic. 31/63			
1. Suma de: Nación, territorios, departamentos y municipios y otras entidades de derecho público				
Bancos comerciales		99	86	290
Bancos oficiales		108	113	290
J. Aporte del Fondo Monetario Internacional en pesos	RBR balances 63, 66, 69	675	844	1.650
VII. SECTOR INTERNACIONAL – ACTIVOS				
A. Banco de la República	Ver XII.J.2.; RBR 2/70 c1, c47			
1. Pasivos a corto y mediano plazo (afectan reservas)		2.129	2.149	2.830
2. Pasivos a largo plazo (se toma en cuenta para deuda privada externa)		(0)	(15)	(762)
3. Total pasivos		2.129	2.164	3.592
B. Deuda pública y de entidades gubernamentales (departamentos, municipios y otros) administración por bancos				
1. Suma de: préstamos Gobierno Nacional programa Banco Mundial; Banco República créditos AID; créditos de compensación Banco República; préstamos BID; suministro empréstitos AID.	RSB 1/67 p45, 2/70 p39; SB4 dic. 31/66			
Bancos comerciales		0	273	607
Bancos oficiales		0	174	362
Caja Agraria		0	1	305
C. Deuda pública y de entidades gubernamentales. Corporaciones financieras	ISB 63 p92; RSB 1/67 p121, 2/70 p129			
1. Obligaciones entidades internacionales		0	170	658
D. Deuda pública externa garantizada y no garantizada por el Gobierno Nacional y privada garantizada	BRDIE (Balanza de Pagos), ver VI.H.	4.302	6.309	18.900
E. Deuda privada externa en bancos				
1. Suma de todo lo que aparece bajo el título <i>otras especies reducidas a moneda legal</i> , tanto lo de antes de 30 días, como lo de después de 30 días	RSB 1/64 p38, 1/67 p45, 2/70 p39; SB1 dic. 31/63, 66, 69			
Bancos comerciales		537	1.273	2.634
Bancos oficiales		181	589	659
Caja Agraria		26	28	58
F. Deuda privada externa. Corporaciones financieras	ISB 63 p92; RSB 1/67 p121, 2/70 p129			
1. Suma de todo lo que aparece bajo <i>otras especies reducidas a moneda legal</i>		94	184	347
G. Aportes del Fondo Monetario Internacional en pesos	RBR balance 63, 66, 69	675	844	1.650
VIII. SECTOR INTERNACIONAL – PASIVOS				
A. Banco de la República	Ver XI.J.1; RBR 2/70 c2			
1. Total activos internacionales		(1.122)	(1.297)	(4.528)
B. Gobierno Nacional, aportes en:	RBR balance 63, 66, 69			
1. Banco Mundial		(84)	(84)	(164)
2. Fondo Monetario Internacional		(675)	(844)	(1.650)
3. Banco Interamericano de Desarrollo		(153)	(266)	(768)
4. Otros (Corporación Financiera Internacional, Asociación Internacional de Fomento)		(29)	(35)	(69)
5. Subtotal		(941)	(1.229)	(2.651)
Total (A + B)		2.063	2.526	7.179
C. Depósitos de cambio extranjero. Bancos	RSB 1/64 p37, 1/67 p44, 2/70 p38; SB1 dic. 31/63, 66, 69			
1. Suma de: divisas libres, depósitos Banco de la República, certificados de cambio, mercado de capitales, corresponsables extranjeros, casa matriz, depósitos Banco de la República divisas en tránsito				

CUADRO 15.10 (continuación)

Sectoros y cuentas		Fuentes de información	1963 Dic. 31	1966 Dic. 31	1969 Dic. 31
	Bancos comerciales		273	347	173
	Bancos oficiales		123	136	136
	Caja Agraria		1	6	2
D.	Depósitos de cambio extranjero. Corporaciones financieras	ISB 63 p85; RSB 1/67 p121, 2/70 p120			
1.	Todos los renglones bajo disponibilidad en moneda extranjera reducida a moneda legal		4	23	39
IX. SECTOR FINANCIERO – ACTIVOS					
A. Banco de la República					
1.	Billetes en caja				
a)	Bancos comerciales	Ver XII.A.1.; RBR 2/70 c 8	121	143	246
b)	Bancos oficiales	Ver XII.B.1.; SB1 dic. 31/66	45	62	109
c)	Caja Agraria	Ver XII.D.1.; RBR 2/70 c 9	31	38	85
d)	Corporaciones financieras	Ver XII.E.1.; BRDIE	1	1	23
e)	BCH	Ver XII.C.1.; SB1 dic. 31/66, 69	0	0	3
2.	Depósitos en moneda nacional				
a)	Bancos comerciales	Ver XII.A.2.; RBR 2/70 c8	343	892	2.907
b)	Bancos oficiales	Ver XII. B.2.; SB1 dic. 31/66	109	139	1.148
c)	Caja Agraria	Ver XII.D.2.; RBR 2/70 c9	62	38	160
d)	Corporaciones financieras	Ver XII.E.2.; BRDIE (Moneda y Banca)	0	1	79
e)	Banco Central Hipotecario	Ver XII.C.2.; SB1 dic. 31/66. SB1 dic. 31/69	12	43	425
f)	Fondos financieros	Ver XII.F.2.a)	0	12	0
3.	Depósitos en moneda extranjera	Ver XII.A.3., XII.B.3., XII.C., XII.D.3., XII.E.3.; RBR 2/70 c8 y c9; SB1 dic. 31/66, 69			
a)	Bancos comerciales		79	142	18
b)	Bancos oficiales		42	64	34
c)	Caja Agraria		0	1	0
d)	Corporaciones financieras		0	1	1
e)	Banco Central Hipotecario		0	0	0
f)	Fondos financieros		0	0	1
4.	Otros activos en el Banco de la República	BRDIE (Moneda y Banca)			
a)	Bancos comerciales	Ver XII.A.5., XII.B.5., XII.F.2.b); RBR 2/70 c9	1	0	25
b)	Bancos oficiales		3	0	37
c)	Caja Agraria		0	0	0
d)	Corporaciones financieras		0	0	0
e)	Banco Central Hipotecario		0	0	0
f)	Fondos financieros		146	78	93
5.	Inversiones	Ver XII.A.4. y XII.B.4.; RBR 1/67 c52			
a)	Bancos comerciales y oficiales (acciones del Banco de la República)		74	113	154
6.	Total		1.069	1.768	5.548
B. Inversiones en bancos comerciales					
ASECOLDA 63, 66, 69					
1.	Acciones en poder de compañías de seguros		(41)	(28)	(59)
2.	Más: acciones en poder de los fondos de inversión	BR (Flujo de Fondos)	(0)	(13)	(156)
3.	Igual: inversión del sector financiero en bancos		41	41	215
C. Inversiones en la Caja Agraria					
RSB 2/70 p41					
1.	Suma de consolidación general de todos los bonos agrarios		(237)	(362)	(590)
	Bancos comerciales	RSB 1/64 p65, 67	(35)	(48)	(83)
	Bancos oficiales		(2)	(2)	(12)
	Caja Agraria	SB3 dic. 31/63, 66, 69	(3)	(4)	(7)
	Banco Central Hipotecario más Círculo de Obreros		(0)	(0)	(5)
2.	Bonos agrarios en poder de compañías de seguros	SB1, SB3; ASECOLDA 69	277	416	697
3.	Igual: inversión total del sector financiero				
D. Inversión en Fondo Financiero Agrario (bonos fomento agrario)					
RSB 1/67 p87, 2/70; SB3 dic. 31/66					
	Bancos comerciales		0	135	312
	Bancos oficiales		0	49	58
	Caja Agraria		0	17	0
E. Inversión en el Banco Central Hipotecario					
RSB 1/63, p 65, 1/67 p87, 2/70 p41; BCH y CO					
1.	Total de cédulas y acciones en poder de los bancos		347	449	584
2.	Bancos comerciales		(141)	(185)	(201)
3.	Bancos oficiales		(35)	(46)	(46)
4.	Caja Agraria		(145)	(186)	(216)
5.	Banco Central Hipotecario más Círculo de Obreros		(26)	(32)	(121)
6.	Cédulas en poder de compañías de seguros	Ver I.D.3.; ASECOLDA 69	(75)	(103)	(187)
7.	Cédulas en poder de capitalizadoras	Ver I.D.4; ISB 66 c32 p 218	(24)	(45)	(73)
8.	Cédulas en poder de fondos de inversión	RSB 1/67 p124; ISB 69; ver I.D.6.	(0)	(2)	(47)
9.	Cédulas en poder de corporaciones financieras		(1)	(2)	(17)
10.	Total		447	601	908
F. Inversiones. Corporaciones financieras					
RSB 1/63 p65, 2/70 p41, 1/67 p87; SB3 dic. 31/66					
1.	Bonos industriales en poder de bancos		(6)	(35)	(65)
	Bancos comerciales		(0)	(8)	(13)
	Bancos oficiales		(0)	(2)	(2)
	Banco Central Hipotecario más Círculo de Obreros				
2.	Más: bonos industriales de corporaciones financieras en poder de las compañías de seguros	ASECOLDA 63, 66, 69	(3)	(2)	(7)

CUADRO 15.10 (continuación)

Sectores y cuentas	Fuentes de información	1963 Dic. 31	1966 Dic. 31	1969 Dic. 31
3. Más: acciones de corporaciones financieras en poder de los bancos				
Bancos comerciales		(46)	(60)	(99)
Bancos oficiales		(17)	(27)	(67)
4. Igual: inversión del sector financiero		72	134	253
G. Inversiones en compañías de seguros	ASECOLDA 63, 66, 69			
1. Inversiones de compañías en seguros y capitalizadoras (se asumen el 50% del total para cada una de ellas)				
a) Capitalizadoras		(54)	(29)	(51)
b) Compañías de seguros		(54)	(29)	(51)
2. Total		108	58	102
H. Empréstitos al Gobierno	Ver VI.I.1 ; SB4 dic. 31/66, 69 BC y BO			
1. Préstamos a corto plazo		207	199	580
I. Empréstitos a corporaciones financieras	Ver IV.N.1			
1. Todas las financiaciones comerciales		(1.127)	(3.116)	(5.432)
2. Siniestros	Ver IX.N.1.	(147)	(268)	(440)
3. Todas las financiaciones a término. Corto plazo	Ver IV.D.4.	(3.924)	(5.461)	(7.895)
4. Todas las financiaciones a término. Mediano y largo plazo	Ver IV.E.F.G.H.I.J.	(2.710)	(3.916)	(8.754)
5. Total		7.908	12.761	22.521
J. Familias	Ver II.B.1.2.3.4.			
1. Préstamos personales				
Bancos comerciales		100	136	218
Bancos oficiales		52	98	141
Caja Agraria		0	26	28
2. Préstamos Banco Central Hipotecario	Ver II.C.3., II.D.1.	(1.113)	(1.575)	(3.925)
3. Préstamos de capitalizadoras	Ver II.D.1.	(288)	(458)	(572)
4. Préstamos sobre títulos. Compañías de seguros		(263)	(391)	(572)
5. Total		1.816	2.684	5.456
K. Sector internacional	Ver VIII.C.1.			
1. Depósitos de cambio extranjero				
Bancos comerciales		273	347	173
Bancos oficiales		123	136	136
Caja Agraria		1	6	2
Total		(397)	(489)	(311)
2. Depósitos de cambio extranjero en corporaciones financieras	Ver VIII.D.1.	(4)	(23)	(39)
3. Total		401	512	350
L. Gobierno Nacional	Ver VI.B.1., VI.C.1., VI.D.1., VI.E.1., VI.F.			
1. Deuda pública interna				
a) Bancos comerciales		(249)	(460)	(835)
b) Bancos oficiales		(65)	(233)	(158)
c) Caja Agraria		(139)	(138)	(121)
d) Banco Central Hipotecario más Círculo de Obreros		(40)	(19)	(49)
e) Capitalizadoras		(13)	(49)	(53)
f) Fondo de inversión		(0)	(23)	(20)
g) Seguros		(57)	(106)	(132)
h) Corporaciones financieras		(0)	(5)	(0)
i) Total		563	1.033	1.368
M. Agricultura y negocios				
1. Inversiones de corporaciones financieras: inversiones voluntarias	Ver IV.K.1.	(74)	(284)	(787)
2. Inversiones. Capitalizadoras: acciones sociedades anónimas	Ver IV.L.1.	(105)	(123)	(237)
3. Inversiones fondos de inversión	Ver IV.M.4.	(0)	(145)	(607)
4. Inversiones. Compañías de seguros. Acciones Paz del Río	Ver I.M.7. y IV.O.1.	(271)	(191)	(393)
5. Total		450	743	2.024
X. SECTOR FINANCIERO – PASIVOS				
A. Al Gobierno Nacional	Ver V.B.1.			
1. Depósitos en bancos				
Bancos comerciales		(380)	(805)	(1.725)
Bancos oficiales		(273)	(551)	(1.273)
Caja Agraria		(85)	(154)	(367)
Subtotal		738	1.510	3.365
2. Deuda pública externa, administrada por el sector financiero	Ver VII.B.1.			
Bancos comerciales		(0)	(273)	(607)
Bancos oficiales		(0)	(174)	(362)
Caja Agraria		(0)	(1)	(305)
Corporaciones	Ver VII.C.1.	(0)	(170)	(658)
Subtotal		(0)	(618)	1.932
3. Total		738	2.128	5.297
B. Al sector agrícola y negocios	Ver III.B.1.			
1. Depósitos				
a) Depósitos a la vista y en cuenta corriente				
Bancos comerciales		(1.398)	(2.116)	(3.245)
Bancos oficiales		(353)	(513)	(880)
Caja Agraria		(67)	(84)	(138)
Total		1.818	2.713	4.263

CUADRO 15.10 (continuación)

Sectores y cuentas	Fuentes de información	1963 Dic. 31	1966 Dic. 31	1969 Dic. 31
b) Depósitos a término	Ver III.C.1.			
Bancos comerciales		(109)	(114)	0 (37)
Bancos oficiales		(13)	(9)	(8)
Caja Agraria		(48)	(0)	(0)
Banco Central Hipotecario		(2)	(0)	(0)
Total		172	123	45
c) Depósitos a términos. Corporaciones financieras	Ver II.D.1.	0	0	134
d) Total depósitos		(1.990)	(2.836)	(4.442)
2. a) Seguros	Ver III.E.1.	(378)	(658)	(1.064)
b) Inversiones corporaciones financieras	Ver III.C.	(154)	(210)	(585)
3. Total		2.522	3.704	6.091
C. Al sector familias	Ver I.B.3. y I.C.			
1. Depósitos				
a) Bancos comerciales		(1.398)	(2.116)	(3.245)
b) Bancos oficiales		(353)	(513)	(880)
c) En Caja Agraria		(67)	(84)	(138)
d) Depósitos de ahorro. Bancos comerciales		(286)	(494)	(799)
e) Depósitos de ahorro. Bancos oficiales		(147)	(319)	(505)
f) Depósito de ahorro Caja Agraria de Círculo de Obreros		(614)	(912)	(1.366)
g) Total		2.865	4.438	6.933
2. Inversiones	Ver I.D.10., I.E.4., I.F.1., I.G.1., I.J.4., I.K.4., I.L.3, I.H.			
a) Ahorro a largo plazo Banco Central Hipotecario		(796)	(1.215)	(3.673)
b) Bonos de corporaciones financieras	(19)	(19)	(86)	(405)
c) Reserva técnica. Capitalizadoras		(520)	(761)	(985)
d) Fondos de inversión		(0)	(242)	(857)
e) Acciones en bancos		(369)	(596)	(849)
f) Acciones en corporaciones financieras		(38)	(52)	(146)
g) Acciones en seguros		(55)	(97)	(98)
h) Total		1.797	3.049	7.013
i) Primas de seguros		191	331	536
D. Al sector internacional	Ver VII.E.1.			
1. Deuda externa privada en poder del sector financiero				
Bancos comerciales		(537)	(1.273)	(2.634)
Bancos oficiales		(181)	(589)	(659)
Caja Agraria		(26)	(28)	(58)
2. Deuda privada externa. Corporaciones financieras	Ver VII.F.1.	(94)	(184)	(347)
3. Total		838	2.074	3.698
E. Al Banco de la República	Ver XI.A.1., XI.B.1., XI.D.1., XI.E.1.			
1. Préstamos y descuentos				
a) Bancos comerciales		607	851	1.196
b) Bancos oficiales		250	247	450
c) Caja Agraria		596	896	1.948
d) Corporaciones financieras		179	328	140
e) Total		(1.632)	(2.322)	(3.734)
2. Inversiones	Ver XI.G., XI.E.2.a)			
a) Banco Central Hipotecario		(70)	(137)	(128)
b) Corporaciones financieras		(0)	(0)	(247)
3. Otros créditos	Ver XI.E.3.			
a) Corporaciones financieras (Banco Mundial)		(0)	(0)	(423)
b) Fondos financieros	Ver XI.F.1.c.)	(0)	(0)	(332)
4. Otros pasivos (depósitos del Banco de la República en bancos comerciales)	Ver XI.A.2.	(314)	(44)	(0)
5. Total		2.016	2.503	4.864
XI. BANCO DE LA REPUBLICA – ACTIVOS				
A. En bancos comerciales	RBR 2/63, 66, 69; ver X.C.5.			
1. Total de préstamos y descuentos		607	851	1.196
2. Depósitos del Banco de la República en bancos comerciales		314	44	0
B. En bancos oficiales	SB1 dic. 31/63; RBR 2/70 c5; SB4 dic. 31/69			
1. Total de préstamos y descuentos		250	247	450
C. En Banco Central Hipotecario	RBR 2/69 c11; BRDIE (Moneda y Banca)			
Inversiones: acciones		(30)	(80)	(80)
cédulas		(38)	(30)	(23)
bonos industriales		(2)	(27)	(25)
Total		70	137	128
D. Caja Agraria	RBR 2/69, 2/70 c6			
1. Préstamos y descuentos		596	896	1.948
E. En corporaciones financieras	RBR 2/69, 2/70 c6			
1. Préstamos y descuentos		(179)	(328)	(140)
2. Inversiones				
a) Bonos corporaciones financieras	RBR 2/69 c11	(0)	(0)	(247)
3. Crédito a corporaciones financieras, con base financiación (Banco Mundial)		(0)	(0)	(423)
4. Total		179	328	810

CUADRO 15.10 (continuación)

Sectores y cuentas	Fuentes de información	1963 Dic. 31	1966 Dic. 31	1969 Dic. 31
F. En fondos financieros	RBR 2/69, 2/70 c6			
1. Crédito a entidades de fomento				
a) Fondo de Promoción de Exportaciones		(0)	(0)	(91)
b) Fondo de Inversiones Privadas		(0)	(0)	(241)
c) Total		(0)	(0)	(332)
G. En Gobierno Nacional y entidades oficiales	RBR 2/69, 2/70 c11, c3			
1. Inversión Gobierno Nacional		(1.844)	(2.458)	(2.116)
2. Inversión: otras entidades oficiales		(130)	(161)	(368)
3. Préstamos y descuentos a otras entidades oficiales	RBR 2/70 c12	(258)	(347)	(507)
4. Crédito bruto al Gobierno Nacional		(973)	(1.934)	(2.903)
5. Total		3.214	4.900	5.894
H. En agricultura y negocios	RBR 2/69, 2/70 c7			
1. a) Préstamos y descuentos. Federación de Cafeteros		(229)	(1.003)	(1.133)
b) Préstamos y descuentos. Fondos ganaderos		(59)	(95)	(177)
c) Préstamos y descuentos. Cooperativas		(2)	(7)	(17)
d) Cartera de los fondos administrados por el Banco de la República				
2. Otros créditos	RBR 1/64 balance 63, 1/67 balance 66 p42, 2/69 c7, 1/70 balance 69, 2/70			
a) Por convenios de compensación		(65)	(712)	(1.472)
b) Por créditos europeos y Agencia Internacional de Desarrollo		(0)	(0)	(768)
c) Inversiones (Paz del Río)		(8)	(217)	(881)
d) Otros créditos		(82)	(37)	(0)
3. Total		(137)	(392)	(897)
I. En familias	RBR 2/69 c7, 2/70			
1. Crédito de vivienda para empleados del Banco de la República		(50)	(86)	(106)
J. En sector internacional				
1. Total activos internacionales	RBR 2/69 c2, 2/70	1.122	1.297	4.528
K. Total activos		8.714	13.707	20.737
XII. BANCO DE LA REPÚBLICA — PASIVOS				
A. Bancos comerciales	SB1 dic. 31/66, RBR 2/69 c8, 2/70 c8			
1. Billetes en caja		(121)	(143)	(247)
2. Total de depósitos en moneda nacional		(343)	(892)	(2.907)
3. Depósitos en moneda extranjera		(79)	(142)	(18)
4. Acciones del Banco de la República (valor nominal)	SB1 dic. 31/63, RBR 1/67 c52, dic. 31/70	(54)	(81)	(154)
5. Otros pasivos		(1)	(0)	(25)
6. Total		598	1.258	3.351
B. Bancos oficiales	SB1 dic. 31/63, 66, 69, RSB 2/70 c8			
1. Billetes en caja		(45)	(62)	(109)
2. Depósitos en moneda nacional		(109)	(139)	(1.148)
3. Depósitos en moneda extranjera		(42)	(64)	(34)
4. Acciones del Banco de la República (valor nominal)		(20)	(32)	(0)
5. Otros pasivos		(3)	(0)	(37)
6. Total		219	297	1.328
C. Banco Central Hipotecario	SB1 dic. 31/63, 66, 69			
1. Billetes en caja		(0)	(0)	(3)
2. Depósitos en moneda nacional		(12)	(43)	(425)
3. Total		12	43	428
D. Caja Agraria	RBR 2/69 c9, 2/70			
1. Billetes en caja		(31)	(38)	(85)
2. Depósitos en moneda nacional		(62)	(38)	(160)
3. Depósitos en moneda extranjera		(0)	(1)	(0)
4. Total		93	77	245
E. Corporaciones financieras	BRDIE (Moneda y Banca); RBR 2/70 c9			
1. Billetes en caja		(1)	(1)	(23)
2. Depósitos en moneda nacional		(0)	(1)	(79)
3. Depósitos en moneda extranjera		(0)	(1)	(1)
4. Total		1	3	103
F. Fondos financieros	RBR 2/70 c9; BRDIE (Moneda y Banca) BRDIE (Moneda y Banca)			
1. Fondo de Promoción de Exportaciones				
a) Depósitos en moneda extranjera		(0)	(0)	(1)
2. Otros fondos	RBR 2/69 c9			
a) Depósitos en moneda nacional		(0)	(12)	(0)
b) Otros pasivos		(146)	(78)	(93)
3. Total		(146)	(90)	(94)
G. Gobierno Nacional y entidades de derecho público	RBR 1/67 balance 66 p43, 2/69 c4, 1/70 p53 balance 69, 2/70			
1. Gobierno Nacional (depósitos en moneda nacional y otros pasivos)		(435)	(380)	(471)

CUADRO 15.10 (continuación)

Sectores y cuentas	Fuentes de información	1963 Dic. 31	1966 Dic. 31	1969 Dic. 31
2. Depósitos y otras obligaciones de entidades oficiales		(16)	(38)	(67)
3. Otros pasivos	RBR 2/69 c3	(168)	(443)	(950)
4. Total		(619)	861	1.488
H. Agricultura y negocios	RBR 2/69 c10, 2/70			
1. Depósitos para importaciones		(1.019)	(909)	(1.666)
2. Depósitos para giros (resolución 53/64)		(0)	(827)	(493)
3. Otros pasivos		(100)	(223)	(278)
4. Depósitos del público en moneda nacional		(23)	(34)	(29)
5. Billetes (se asume el 10% de los billetes en poder del público)		(246)	(400)	(640)
6. Total		1.388	2.393	3.106
I. Familias	RBR 2/69 c10, 2/70			
1. Billetes		2.217	3.597	5.755
J. Sector internacional	RBR 2/69 c46, balance 2/70 c47			
1. A corto y mediano plazo		(2.129)	(2.149)	(2.830)
2. A largo plazo	RBR 2/69 c1, 2/70	(0)	(15)	(762)
3. Total		2.129	2.164	3.592
K. Total pasivos		7.422	10.783	19.490

CUADRO 15.11 – ACTIVOS – PASIVOS DEL SISTEMA

Sectores y cuentas	Banco República	Bancos comerciales	Bancos oficiales	Banco Central Hipotecario	Caja Agraria	Corporaciones financieras
I. FAMILIAS – ACTIVOS						
1. Billetes	2.217					
2. Depósitos en cuenta corriente y a la vista		1.398	353		67	
3. Depósitos de ahorro corto plazo (CA + CO)		286	147		614	
4. Ahorros a largo plazo				796		19
5. Seguros						
6. Inversiones activas		369				38
7. Total activos						
II. FAMILIAS – PASIVOS						
1. Créditos	50	100	52	1.113	0	
2. Total pasivos						
III. AGRICULTURA Y NEGOCIOS – ACTIVOS						
1. Billetes	246					
2. Depósitos en cuenta corriente y a la vista		1.398	353		67	
3. Depósitos a término (inversiones líquidas)		109	13	2	48	0
4. Depósitos en el Banco de la República (importación, previo para giros moneda nacional)	1.042					
5. Otros activos (obligaciones en moneda nacional, extranjera y otros)	100					
6. Seguros (primas)						
7. Inversiones activas						154
8. Total activos						
IV. AGRICULTURA Y NEGOCIOS – PASIVOS						
1. Financiamiento comercial		655	227	14	91	140
2. Gobierno (impuestos por pagar)						
3. Seguros (siniestros)						
4. Inversiones						74
5. Financiamiento a corto plazo		2.536	767		621	
6. Financiamiento a mediano y largo plazo		706	398	76	1.093	416
7. Préstamos y descuentos del Banco de la República	290					
8. Otros créditos del Banco de la República (convenios etc.)	292					
9. Total pasivos						
V. GOBIERNO – ACTIVOS						
1. Depósitos en cuenta corriente y a la vista (en BC, BO y CA)		380	273		85	
2. Depósitos y otros activos en el Banco de la República	619					
3. Impuestos por recibir						
4. Activos internacionales (aportes a organismos internacionales)						
5. Total activos						
VI. GOBIERNO – PASIVO						
1. Préstamos a corto plazo		99	108			
2. Deuda pública interna (la cifra del BCH incluye CO)	1.983	249	65	40	139	0
3. Deuda pública externa						
4. Préstamos y descuentos en el Banco de la República	258					
5. Crédito bruto del Banco de la República	973					
6. Total pasivos						

CUADRO 15.11 (continuación) — ACTIVOS — PASIVOS DEL SISTEMA

Sectores y cuentas	Banco República	Bancos comerciales	Bancos oficiales	Banco Central Hipotecario	Caja Agraria	Corporaciones financieras
VII. INTERNACIONAL — ACTIVOS						
1. Deuda pública y de agencias gubernamentales más privada garantizada						
2. Deuda privada no garantizada		537	181		26	94
3. Activos internacionales en el Banco de la República (corto, mediano y largo plazo)	2.129					
4. Deuda pública administrada por entidades financieras		0	0		0	0
5. Total activos						
VIII. INTERNACIONAL — PASIVOS						
1. Depósitos		273	123		1	4
2. Pasivos internacionales al Banco de la República y al Gobierno Nacional	1.122					
3. Total pasivos						
IX. SECTOR FINANCIERO — ACTIVOS						
1. Billetes en caja	198					
2. Depósitos en moneda nacional	526					
3. Depósitos en moneda extranjera	121					
4. Otros activos en el Banco de la República	150					
5. Préstamos y financiación comercial						
6. Inversiones BC (237 + 0 + 141 + 6 + 46) BO (35 + 0 + 35 + 0 + 17)	74	430	87	29	150	1
7. Total activos						
X. SECTOR FINANCIERO — PASIVOS						
1. Depósitos						
2. Inversiones	70	41		447	277	72
3. Seguros						
4. Préstamos y descuentos del Banco de la República y fondos financieros	1.632					
5. Otros pasivos al Banco de la República	314					
6. Total pasivos						
XI. BANCO DE LA REPUBLICA — ACTIVOS						
1. Préstamos y descuentos		607	250		596	179
2. Inversiones				70		0
3. Otros créditos		314				0
4. Activos internacionales						
5. Total activos						
XII. BANCO DE LA REPUBLICA — PASIVOS						
1. Billetes en caja y en poder del público		121	45	0	31	1
2. Depósitos en moneda nacional		343	109	12	62	0
3. Depósitos en moneda extranjera		79	42		0	0
4. Otros pasivos (incluye certificado de cambio y títulos de reserva en BC y BO)		1	3			
5. Pasivos internacionales a corto y mediano plazo						
6. Pasivos internacionales a largo plazo						
7. Acciones del Banco de la República		54	20			
8. Total pasivos						
9. Pasivos totales = Activos totales						

FINANCIERO COLOMBIANO. DICIEMBRE 31, 1963

(Millones de pesos)

Fondos financieros	Fondos de inversión	Compañías de seguros	Capitalizadoras	Gobierno nacional y agencias públicas	Agricultura y negocios	Familias	Internacional	Total activos	Total pasivos
				4.302				4.302	1.
								838	2.
							675	2.804	3.
								0	4.
								7.944	5.
									401 1.
				941					2.063 2.
									2.464 3.
								198	1.
								526	2.
								121	3.
								150	4.
				207	7.908	1.816	401	10.332	5.
	0	170	78	563	450			2.032	6.
								13.359	7.
				738	1.990	2.865			5.593 1.
0		108		0	154	1.797	838		3.804 2.
					378	191			569 3.
									1.632 4.
									314 5.
									11.912 6.
0				258	290	50		2.230	1.
				1.983				2.053	2.
0				973	292			1.579	3.
							1.122	1.122	4.
								6.984	5.
					246	2.217			2.661 1.
0				451	1.042				2.019 2.
									121 3.
146				168	100				418 4.
							2.129		2.129 5.
							0		0 6.
									74 7.
									7.422 8.
								47.220	47.220 9.

CUADRO 15.12 – ACTIVOS – PASIVOS DEL SISTEMA

Sectores y cuentas	Banco República	Bancos comerciales	Bancos oficiales	Banco Central Hipotecario	Caja Agraria	Corporaciones financieras
I. FAMILIAS – ACTIVOS						
1. Billetes	3.597					
2. Depósitos en cuenta corriente a la vista		2.116	513		84	
3. Depósitos de ahorro corto plazo (CA + CO)		494	319		912	
4. Ahorros a largo plazo				1.215		86
5. Seguros						
6. Inversiones activas		596				52
7. Total activos						
II. FAMILIAS – PASIVOS						
1. Créditos	86	136	98	1.575	26	
2. Total pasivos						
III. AGRICULTURA Y NEGOCIOS – ACTIVOS						
1. Billetes	400					
2. Depósitos en cuenta corriente y a la vista		2.116	513		84	
3. Depósitos a término (inversiones líquidas)		114	9			0
4. Depósitos en el Banco de la República (importación, previo para giros, en moneda nacional)	1.770					
5. Otros activos (obligaciones en moneda nacional, extranjera y otros)	223					
6. Seguros (primas)						
7. Inversiones activas						210
8. Total activos						
IV. AGRICULTURA Y NEGOCIOS – PASIVOS						
1. Financiamiento comercial		1.796	751	13	128	428
2. Gobierno (impuestos por pagar)						
3. Seguros (siniestros)						
4. Inversiones						284
5. Financiamiento a corto plazo		3.424	1.121		916	
6. Financiamiento a mediano y largo plazo		1.036	592	101	1.398	763
7. Prestamos y descuentos del Banco de la República	1.105					
8. Otros créditos del Banco de la República (convenios etc.)	1.358					
9. Total pasivos						
V. GOBIERNO – ACTIVOS						
1. Depósitos en cuenta corriente a la vista (en BC, BO y CA)		805	551		154	
2. Depósitos y otros activos en el Banco de la República	861					
3. Impuestos por recibir						
4. Activos internacionales (aportes a organismos internacionales)						
5. Total activos						
VI. GOBIERNO – PASIVOS						
1. Préstamos a corto plazo		86	113			
2. Deuda pública interna (la cifra del BCH incluye CO)	2.619	460	233	19	138	5
3. Deuda pública externa						
4. Préstamos y descuentos en el Banco de la República	347					
5. Crédito bruto del Banco de la República	1.934					
6. Total pasivos						

FINANCIERO COLOMBIANO. DICIEMBRE 31, 1966

(Millones de pesos)

Fondos financieros	Fondos de inversión	Compañías de seguros	Capitalizadoras	Gobierno nacional y agencias públicas	Agricultura y negocios	Familias	Internacional	Total activos	Total pasivos
								3.597	1.
								2.713	2.
								1.725	3.
	242		761	2.872				5.176	4.
		331						331	5.
		97			7.671			8.416	6.
								21.958	7.
		391	458	191					2.961 1.
									2.961 2.
								400	1
								2.713	2.
								123	3.
								1.770	4.
		658						223	5.
					338			658	6.
								548	7.
								6.435	8.
									3.116 1.
				445					445 2.
		268							268 3.
	145	191	123		338	7.671			8.752 4.
									5.461 5.
	9	13	4						3.916 6.
									1.105 7.
									1.358 8.
									24.421 9.
								1.510	1.
								861	2.
					445	191		636	3.
							1.229	1.229	4.
								4.236	5.
									199 1.
	23	106	49			2.872			6.524 2.
							7.153		7.153 3.
									347 4.
									1.934 5.
									16.157 6.

CUADRO 15.12 (continuación) – ACTIVOS – PASIVOS DEL SISTEMA

Sectores y cuentas	Banco República	Bancos comerciales	Bancos oficiales	Banco Central Hipotecario	Caja Agraria	Corporaciones financieras
VII. INTERNACIONAL – ACTIVOS						
1. Deuda pública y agencias gubernamentales más privada garantizada						
2. Deuda privada no garantizada		1.273	589		28	184
3. Activos internacionales en el Bando de la República (corto + mediano + largo plazo)	2.164					
4. Deuda pública administrada por entidades financieras		273	174		1	170
5. Total activos						
VIII. INTERNACIONAL – PASIVOS						
1. Depósitos		347	136		6	23
2. Pasivos internacionales al Banco de la República y al gobierno nacional	1.297					
3. Total pasivos						
IX. SECTOR FINANCIERO – ACTIVOS						
1. Billetes en caja	244					
2. Depósito en moneda nacional	1.125					
3. Depósitos en moneda extranjera	208					
4. Otros activos en el Banco de la República	78					
5. Préstamos y financiación comercial						
6. Inversiones BC (362 + 135 + 185 + 35 + 60) BO (48 + 49 + 46 + 8 + 27)	113	777	178	38	205	2
7. Total activos						
X. SECTOR FINANCIERO – PASIVOS						
1. Depósitos						
2. Inversiones	137	41		601	416	134
3. Seguros						
4. Préstamos y descuentos del Banco de la República y fondos financieros	2.322					
5. Otros pasivos al Banco de la República	44					
6. Total pasivos						
XI. BANCO DE LA REPUBLICA – ACTIVOS						
1. Préstamos y descuentos		851	247		896	328
2. Inversiones				137		0
3. Otros créditos		44				0
4. Activos internacionales						
5. Total activos						
XII. BANCO DE LA REPUBLICA – PASIVOS						
1. Billetes en caja y en poder del público		143	62		38	1
2. Depósitos en moneda nacional		892	139	43	38	1
3. Depósitos en moneda extranjera		142	64		1	1
4. Otros pasivos (incluye: certificado de cambio y título de reserva en BC y BO)		0	0			
5. Pasivos internacionales a corto y mediano plazo						
6. Pasivos internacionales a largo plazo						
7. Acciones del Banco de la República		81	32			
8. Total pasivos						
9. Pasivos totales = Activos totales						

FINANCIERO COLOMBIANO. DICIEMBRE 31, 1966

(Millones de pesos)

Fondos financieros	Fondos de inversión	Compañías de seguros	Capitalizadoras	Gobierno nacional y agencias públicas	Agricultura y negocios	Familias	Internacional	Total activos	Total pasivos
				6.309				6.309	1.
								2.074	2.
							844	3.008	3.
								618	4.
								12.009	5.
									512 1.
				1.229					1.526 2.
									3.038 3.
								244	1.
								1.125	2.
								208	3.
								78	4.
				199	12.761	2.684	512	16.156	5.
	15	162	74	1.033	743			3.340	6.
								21.155	7.
				1.510	2.836	4.438		8.784	1.
201		58		618	210	3.049	2.074	7.539	2.
					658	331		989	3.
								2.322	4.
								44	5.
								19.678	6.
0				347	1.105	86		3.860	1.
				2.619				2.756	2.
0				1.934	1.358			3.336	3.
							1.297	1.297	4.
								11.249	5.
					400	3.597		4.241	1.
12				418	1.770			3.313	2.
								208	3.
78				443	223			744	4.
							2.149	2.149	5.
							15	15	6.
								113	7.
								10.783	8.
								77.038	9.
								77.038	9.

CUADRO 15.13 – ACTIVOS – PASIVOS DEL SISTEMA

Sectores y cuentas	Banco República	Bancos comerciales	Bancos oficiales	Banco Central Hipotecario	Caja Agraria	Corporaciones financieras
I. FAMILIAS – ACTIVOS						
1. Billetes	5.755					
2. Depósitos en cuenta corriente y a la vista		3.245	880		138	
3. Depósitos de ahorro corto plazo (CA + CO)		799	505		1.366	
4. Ahorros a largo plazo				3.673		405
5. Seguros						
6. Inversiones activas		849				146
7. Total activos						
II. FAMILIAS – PASIVOS						
1. Créditos	106	218	141	3.925	28	
2. Total pasivos						
III. AGRICULTURA Y NEGOCIOS – ACTIVOS						
1. Billetes	640					
2. Depósitos en cuenta corriente y a la vista		3.245	880		138	
3. Depósitos a término (inversiones líquidas)		37	8			134
4. Depósitos en Banco de la República (importación, previo para giros, en moneda nacional)	2.188					
5. Otros activos (obligaciones en moneda nacional, extranjera y otros)	278					
6. Seguros (primas)						
7. Inversiones activas						585
8. Total activos						
IV. AGRICULTURA Y NEGOCIOS – PASIVOS						
1. Financiamiento comercial		3.531	868	37	300	696
2. Gobierno (impuestos por pagar)						
3. Seguros (siniestros)						
4. Inversiones						787
5. Financiamiento a corto plazo		4.461	1.643		1.791	
6. Financiamiento a mediano y largo plazo		1.439	1.405	57	2.498	3.311
7. Préstamos y descuentos del Banco de la República	1.327					
8. Otros créditos del Banco de la República (convenios, etc.)	4.018					
9. Total pasivos						
V. GOBIERNO – ACTIVOS						
1.. Depósitos en cuenta corriente y a la vista (en BC, BO y CA)		1.725	1.273		367	
2. Depósitos y otros activos en Banco de la República	1.488					
3. Impuestos por recibir						
4. Activos internacionales (aportes a organizaciones internacionales)						
5. Total activos						
VI. GOBIERNO – PASIVOS						
1. Préstamos a corto plazo		290	290			
2. Deuda pública interna (la cifra del BCH incluye CO)	2.484	835	158	49	121	
3. Deuda pública externa						
4. Préstamos y descuentos en el Banco de la República	507					
5. Crédito bruto del Banco de la República	2.903					
6. Total pasivos						

FINANCIERO COLOMBIANO. DICIEMBRE 31, 1969

(Millones de pesos)

Fondos financieros	Fondos de inversión	Compañías de seguros	Capitalizadoras	Gobierno nacional y agencias públicas	Agricultura y negocios	Familias	Internacional	Total activos	Total pasivos
								5.755	1.
								4.263	2.
	857		985	5.038				2.670	3.
		536						10.958	4.
		98			7.695			536	5.
								8.788	6.
								32.970	7.
		572	572	673					6.235 1.
									6.235 2.
								640	1.
								4.263	2.
								179	3.
								2.188	4.
		1.064						278	5.
					680			1.064	6.
								1.265	7.
								9.877	8.
									5.432 1.
				1.569				1.569	2.
		440						440	3.
607	393		237		680	7.695		10.399	4.
								7.895	5.
8	32		4					8.754	6.
								1.327	7.
								4.018	8.
								39.834	9.
								3.365	1.
								1.488	2.
					1.569	673		2.242	3.
							2.651	2.651	4.
								9.746	5.
								580	1.
20	132		53			5.038		8.890	2.
							20.640	20.640	3.
								507	4.
								2.903	5.
								33.520	6.

CUADRO 15.13 (continuación) — ACTIVOS — PASIVOS DEL SISTEMA

Sectores y cuentas	Banco República	Bancos comerciales	Bancos oficiales	Banco Central Hipotecario	Caja Agraria	Corporaciones financieras
VII. INTERNACIONAL — ACTIVOS						
1. Deuda pública y de agencias gubernamentales más privadas garantizada						
2. Deuda pública no garantizada		2.634	659		58	347
3. Activos internacionales en el Banco de la República (corto y mediano plazo 2.830 + a largo plazo 762)	3.592					
4. Deuda pública administrada por entidades financieras		607	362		305	658
5. Total activos						
VIII. INTERNACIONAL — PASIVOS						
1. Depósitos		173	136		2	39
2. Pasivos internacionales al Banco de la República y al gobierno nacional	4.528					
3. Total pasivos						
IX. SECTOR FINANCIERO — ACTIVOS						
1. Billetes en caja	467					
2. Depósitos en moneda nacional	4.719					
3. Depósitos en moneda extranjera	54					
4. Otros activos en el Banco de la República	155					
5. Préstamos y financiación comercial						
6. Inversiones BC (590 + 312 + 201 + 65 + 99) BO (83 + 58 + 46 + 13 + 67)	154	1.267	267	130	228	47
7. Total activos						
X. SECTOR FINANCIERO — PASIVOS						
1. Depósitos						
2. Inversiones	375	215		908	697	253
3. Seguros						
4. Préstamos y descuentos del Banco de la República y fondos financieros	3.734					
5. Otros pasivos al Banco de la República	755					
6. Total pasivos						
XI. BANCO DE LA REPUBLICA — ACTIVOS						
1. Préstamos y descuentos		1.196	450		1.948	140
2. Inversiones				128		247
3. Otros créditos						423
4. Activos internacionales						
5. Total activos						
XII. BANCO DE LA REPUBLICA — PASIVOS						
1. Billetes en caja y en poder del público		247	109	3	85	23
2. Depósitos en moneda nacional		2.907	1.148	425	160	79
3. Depósitos en moneda extranjera		18	34			1
4. Otros pasivos (incluye certificado de cambio y títulos de reserva en BC y BO)		25	37			
5. Pasivos internacionales a corto y mediano plazo						
6. Pasivos internacionales a largo plazo						
7. Acciones del Banco de la República		154				
8. Total pasivos						
9. Pasivos totales = activos totales						

FINANCIERO COLOMBIANO. DICIEMBRE 31, 1969

(Millones de pesos)

Fondos financieros	Fondos de inversión	Compañías de seguros	Capitalizadoras	Gobierno nacional y agencias públicas	Agricultura y negocios	Familias	Internacional	Total activos	Total pasivos
				18.990				18.990	1.
								3.698	2.
							1.650	5.242	3.
								1.932	4.
								29.862	5.
									350 1.
				2.651					7.179 2.
									7.529 3.
								467	1.
								4.719	2.
								54	3.
								155	4.
				580	22.521	5.456	350	28.907	5.
	173	309	124	1.368	2.024			6.091	6.
								40.393	7.
				3.365	4.442	6.933			14.740 1.
370		102		1.932	585	7.013	3.698		16.148 2.
					1.064	536			1.600 3.
									3.734 4.
									755 5.
									36.977 6.
91				507	1.327	106		5.765	1.
				2.484				2.859	2.
241				2.903	4.018			7.585	3.
							4.528	4.528	4.
								20.737	5.
					640	5.755			6.862 1.
				538	2.188				7.445 2.
1									54 3.
93				950	278				1.383 4.
							2.830	2.830	5.
							762	762	6.
								154	7.
									19.490 8.
								143.585	143.585 9.

CUADRO 15.14 – INCREMENTOS EN ACTIVOS – PASIVOS DEL SISTEMA

Sectores y cuentas	Banco República	Bancos comerciales	Bancos oficiales	Banco Central Hipotecario	Caja Agraria	Corporaciones financieras
I. FAMILIAS – ACTIVOS						
1. Billetes	1.380(62)					
2. Depósitos en cuenta corriente y a la vista		718(51)	160(45)		17(25)	
3. Depósitos de ahorro (corto plazo) (la cifra de CA incluye CO)		208(73)	172(117)		298(48)	
4. Ahorros a largo plazo				419(53)		67(353)
5. Seguros						
6. Inversiones activas		227(62)				14(37)
7. Total activos						
II. FAMILIAS – PASIVOS						
1. Créditos	36(72)	36(36)	46(88)	462(42)	26(00)	
2. Total pasivos						
III. AGRICULTURA Y NEGOCIOS – ACTIVOS						
1. Billetes	154(63)					
2. Depósitos en cuenta corriente y a la vista		718(51)	160(45)		17(25)	
3. Depósitos a término (inversiones líquidas)		5(4)	-4(-31)	-2(00)	-48(-00)	0(0)
4. Depósitos en Banco de la República (importación, previo para giros, en moneda nacional)	728(70)					
5. Otros activos (obligaciones en moneda nacional y extranjera y otras)	123(123)					
6. Seguros (primas)						
7. Inversiones activas						56(36)
8. Total activos						
IV. AGRICULTURA Y NEGOCIOS – PASIVOS						
1. Financiamiento comercial (la cifra del BCH incluye CO)		1.141(174)	524(231)	-1(-7)	37(41)	288(206)
2. Gobierno (impuestos por pagar)						
3. Seguros (siniestros en compañías de seguros)						
4. Inversiones						210(284)
5. Financiamiento a corto plazo		888(35)	354(46)		295(48)	
6. Financiamiento a mediano y largo plazo		330(47)	194(49)	25(33)	305(28)	347(83)
7. Préstamos y descuentos del Banco de la República	815(281)					
8. Otros créditos del Banco de la República (convenios, etc.)	1.066(365)					
9. Total pasivos						
V. GOBIERNO – ACTIVOS						
1. Depósitos en cuenta corriente y a la vista BC, BO y CA		425(112)	278(102)		69(81)	
2. Depósitos y otros activos en el Banco de la República	242(39)					
3. Impuestos por recibir						
4. Activos internacionales (aportes a organismos internacionales)						
5. Total activos						
VI. GOBIERNO – PASIVOS						
1. Préstamos a corto plazo		-13(-13)	5(5)			
2. Deuda pública interna (el BCH incluye CO)	636(32)	211(85)	168(258)	-21(-52)	-1(-1)	5(00)
3. Deuda pública externa						
4. Préstamos y descuentos en el Banco de la República	89(34)					
5. Crédito bruto del Banco de la República	961(99)					
6. Total pasivos						

CUADRO 15.14 (continuación) – INCREMENTOS EN ACTIVOS – PASIVOS DEL SISTEMA

Sectores y cuentas	Banco República	Bancos comerciales	Bancos oficiales	Banco Central Hipotecario	Caja Agraria	Corporaciones financieras
VII. INTERNACIONAL – ACTIVOS						
1. Deuda pública y de agencias gubernamentales más privada garantizada						
2. Deuda privada no garantizada		736(137)	408(225)		2(8)	90(96)
3. Activos internacionales en el Banco de la República (a corto, mediano y largo plazo)	35(2)					
4. Deuda administrada por entidades financieras		273(00)	174(00)		1(00)	170(00)
5. Total activos						
VIII. INTERNACIONAL – PASIVOS						
1. Depósitos		74(27)	13(11)		5(500)	19(475)
2. Pasivos internacionales al Banco de la República y al gobierno nacional (aportes a organismos internacionales)	175(15)					
3. Total pasivos						
IX. SECTOR FINANCIERO – ACTIVOS						
1. Billetes en caja	46(23)					
2. Depósitos en moneda nacional	599(114)					
3. Depósitos en moneda extranjera	87(72)					
4. Otros activos en el Banco de la República	-72(-48)					
5. Préstamos y financiamiento comercial						
6. Inversiones BC y BO	39(53)	347(81)	91(105)	9(31)	55(37)	1(100)
7. Total activos						
X. SECTOR FINANCIERO – PASIVOS						
1. Depósitos						
2. Inversiones	67(96)	0		154(34)	139(50)	62(86)
3. Seguros						
4. Préstamos y descuentos del Banco de la República	690(42)					
5. Otros pasivos al Banco de la República	-270(86)					
6. Total pasivos						
XI. BANCO DE LA REPÚBLICA – ACTIVOS						
1. Préstamos y descuentos		244(40)	-3(-1)		300(50)	149(83)
2. Inversiones				67(96)		0
3. Otros créditos		-270(-86)				0
4. Activos internacionales						
5. Total activos						
XII. BANCO DE LA REPÚBLICA – PASIVOS						
1. Billetes en caja y en poder del público		22(18)	17(38)		7(22)	0(0)
2. Depósitos en moneda nacional		549(160)	30(28)	31(258)	-24(-39)	1(00)
3. Depósitos en moneda extranjera		63(80)	22(52)		1(00)	1(00)
4. Otros pasivos (incluye certificados de cambio y título de reserva en BC y BO)		-1(0)	3(0)			
5. Pasivos internacionales a corto y mediano plazo						
6. Pasivos internacionales a largo plazo						
7. Acciones del Banco de la República		27(50)	12(60)			
8. Total pasivos						
9. Pasivos totales = Activos totales						

FINANCIERO COLOMBIANO Y PORCENTAJE DE CAMBIO, 1963-1966

(Millones de pesos)

Fondos financieros	Fondos de inversión	Compañías de seguros	Capitalizadoras	Gobierno nacional y agencias públicas	Agricultura y negocios	Familias	Internacional	Total activos	Total pasivos
				2.007(47)				2.007(47)	1.
								1.236(147)	2.
							169(25)	204(7)	3.
								618(00)	4.
								4.065(51)	5.
									111(28) 1.
				288(31)					463(22) 2.
									574(23) 3.
								46(23)	1.
								599(114)	2.
								87(72)	3.
								-72(-48)	4.
				-8(-4)	4.853(61)	868(48)	111(28)	5.824(56)	5.
	15(00)	-8(-5)	-4(-5)	470(83)	293(65)			1.308(64)	6.
								7.792(58)	7.
				772(105)	846(43)	1.573(55)			3.191(57) 1.
201(00)		-50(-46)		618(00)	56(36)	1.252(70)	1.236(147)		3.735(98) 2.
					280(74)	140(73)			420(74) 3.
									690(42) 4.
									-270(-86) 5.
									7.766(65) 6.
0				89(34)	815(281)	36(72)		1.630(73)	1.
				636(32)				703(34)	2.
0				961(99)	1.066(365)			1.757(111)	3.
							175(16)	175(16)	4.
								4.265(61)	5.
					154(63)	1.380(62)			1.580(59) 1.
12(00)				-33(-7)	728(70)				1.294(64) 2.
									87(72) 3.
-68(-47)				275(164)	123(123)				326(78) 4.
							20(1)		20(1) 5.
							15(00)		15(00) 6.
									39(53) 7.
									3.361(45) 8.
								29.818(63)	29.818(63) 9.

CUADRO 15.15 – INCREMENTOS EN ACTIVOS – PASIVOS DEL SISTEMA

Sectores y cuentas	Banco República	Bancos comerciales	Bancos oficiales	Banco Central Hipotecario	Caja Agraria	Corporaciones financieras
I. FAMILIAS – ACTIVOS						
1. Billetes	2.158(60)					
2. Depósitos en cuenta corriente y a la vista		1.129(53)	367(72)		54(64)	
3. Depósitos de ahorro (corto plazo, la cifra CA incluye CO)		305(62)	186(58)		454(50)	
4. Ahorros a largo plazo				2.458(202)		319(371)
5. Seguros						
6. Inversiones activas		253(42)				94(181)
7. Total activos						
II. FAMILIAS – PASIVOS						
1. Créditos	20(23)	82(60)	43(44)	2.350(149)	2(8)	
2. Total pasivos						
III. AGRICULTURA Y NEGOCIOS – ACTIVOS						
1. Billetes	240(60)					
2. Depósitos en cuenta corriente y a la vista		1.129(53)	367(72)		54(64)	
3. Depósitos a término inversiones líquidas		-77(-68)	-1(-11)			134(oo)
4. Depósitos en Banco de la República (importación, previo para giros en moneda nacional)	418(24)					
5. Otros activos (obligaciones en moneda nacional, extranjera y otras)	55(25)					
6. Seguros (primas)						
7. Inversiones activas						375(178)
8. Total activos						
IV. AGRICULTURA Y NEGOCIOS – PASIVOS						
1. Financiamiento comercial (la cifra BCH incluye CO)		1.735(97)	117(16)	24(185)	172(134)	268(63)
2. Gobierno (impuestos por pagar)						
3. Seguros (siniestros)						
4. Inversiones						503(177)
5. Financiamiento a corto plazo		1.037(30)	522(47)		875(96)	
6. Financiamiento a mediano y largo plazo		403(39)	813(137)	-44(-44)	1.100(79)	2.548(334)
7. Préstamos y descuentos del Banco de la República	222(20)					
8. Otros créditos del Banco de la República (convenios, etc. cartera de fondos financieros)	2.660(196)					
9. Total pasivos						
V. GOBIERNO – ACTIVOS						
1. Depósitos en cuenta corriente y a la vista en BC, BO y CA		920(114)	722(131)		213(138)	
2. Depósitos y otros activos en el Banco de la República	627(73)					
3. Impuestos por recibir						
4. Activos internacionales (aportes a organismos internacionales)						
5. Total activos						
VI. GOBIERNO – PASIVOS						
1. Préstamos a corto plazo		204(237)	177(157)			
2. Deuda pública interna (el BCH incluye CO)	-135(-5)	375(82)	-75(-32)	30(158)	-17(-12)	-5(oo)
3. Deuda pública externa						
4. Préstamos y descuentos en el Banco de la República	160(46)					
5. Crédito bruto del Banco de la República	969(50)					
6. Total pasivos						

CUADRO 15.15 (continuación) – INCREMENTOS EN ACTIVOS – PASIVOS DEL SISTEMA

Sectores y cuentas	Banco República	Bancos comerciales	Bancos oficiales	Banco Central Hipotecario	Caja Agraria	Corporaciones financieras
VII. INTERNACIONAL – ACTIVOS						
1. Deuda pública y agencias gubernamentales más privada garantizada						
2. Deuda privada no garantizada		1.361(107)	70(12)		30(107)	163(89)
3. Activos internacionales en el Banco de la República (a corto, mediano y largo plazo)	1.428(66)					
4. Deuda administrada por entidades financieras		334(122)	188(108)		304(00)	488(287)
5. Total activos						
VIII. INTERNACIONAL – PASIVOS						
1. Depósitos		-174(-50)	0(0)		-4(-67)	16(70)
2. Pasivos internacionales al Banco de la República y al gobierno nacional (aportes organizaciones internacionales)	3.231(249)					
3. Total pasivos						
IX. SECTOR FINANCIERO – ACTIVOS						
1. Billetes en caja	223(91)					
2. Depósitos en moneda nacional	3.594(319)					
3. Depósitos en moneda extranjera	-154(-74)					
4. Otros activos en el Banco de la República	77(99)					
5. Préstamos y financiamiento comercial						
6. Inversiones: (BC y BO)	41(36)	490(63)	89(50)	92(242)	23(11)	45(00)
7. Total activos						
X. SECTOR FINANCIERO – PASIVOS						
1. Depósitos						
2. Inversiones	238(174)	174(424)		307(51)	281(68)	119(89)
3. Seguros						
4. Préstamos y descuentos del Banco de la República	1.412(61)					
5. Otros pasivos al Banco de la República	711(1616)					
6. Total pasivos						
XI. BANCO DE LA REPUBLICA – ACTIVOS						
1. Préstamos y descuentos		345(42)	203(82)		1.052(117)	-188(-57)
2. Inversiones				-9(-7)		247(00)
3. Otros créditos		-44(-00)				423(00)
4. Activos internacionales						
5. Total activos						
XII. BANCO DE LA REPUBLICA – PASIVOS						
1. Billetes en caja y en poder del público		104(73)	47(76)	3(00)	47(124)	22(00)
2. Depósitos en moneda nacional		2.015(226)	1.009(726)	382(888)	122(321)	78(00)
3. Depósitos en moneda extranjera		-124(-87)	-30((-47)		-1(-00)	0(0)
4. Otros pasivos (incluye certificados de cambio y título de reserva en BC y BO)		25(00)	37(00)			
5. Pasivos internacionales (a corto y mediano plazo)						
6. Pasivos internacionales (a largo plazo)						
7. Acciones del Banco de la República		73(90)	-32(-00)			
8. Total pasivos						
9. Activos totales = Pasivos totales						

FINANCIERO COLOMBIANO Y PORCENTAJE DE CAMBIO, 1966-1969

(Millones de pesos)

Fondos financieros	Fondos de inversión	Compañías de seguros	Capitalizadoras	Gobierno nacional y agencias públicas	Agricultura y negocios	Familias	Internacional	Total activos	Total pasivos	
				12.681(201)				12.681(201)		1.
								1.624(78)		2.
							806(95)	2.234(74)		3.
								1.374(213)		4.
								17.853(149)		5.
									-162(-32)	1.
				1.422(116)					4.653(184)	2.
									4.491(148)	3.
								223(91)		1.
								3.594(319)		2.
								-154(-74)		3.
								77(99)		4.
				381(191)	9.760(76)	2.772(103)	-162(-32)	12.751(79)		5.
	158(00)	147(91)	50(68)	335(32)	1.281(172)			2.751(82)		6.
								19.242(91)		7.
				1.855(123)	1.606(57)	2.495(56)			5.956(68)	1.
169(84)		44(76)		1.314(213)	375(179)	3.964(130)	1.624(78)		8.609(114)	2.
					406(62)	205(62)			611(62)	3.
									1.412(61)	4.
									711(1616)	5.
									17.299(88)	6.
				160(46)	222(20)	20(23)		1.905(49)		1.
91(00)				-135(-5)				103(4)		2.
241(00)				969(50)	2.660(196)			4.249(127)		3.
							3.231(249)	3.231(249)		4.
								9.488(84)		5.
					240(60)	2.158(60)			2.621(62)	1.
-12(00)				120(29)	418(24)				4.132(125)	2.
1(00)									154(-74)	3.
15(19)				507(114)	55(25)				639(86)	4.
							681(32)		681(32)	5.
							747(408)		747(408)	6.
									41(36)	7.
									8.707(81)	8.
								66.547(86)	66.547(86)	9.

CUADRO 15.16 – ACTIVOS – PASIVOS EN 31 DE DICIEMBRE 1963
(Millones de pesos)

Derechos sobre Derechos por	Familias	Agricultura y negocios	Gobierno	Interna- cional	Sector financiero	Banco República	Total activos	Activos menos pasivos
Familias	—	4.244	889	—	4.853	2.217	12.203	+ 10.267
Agricultura y negocios	—	219	—	—	2.522	1.388	4.129	9.507
Gobierno	70	233	—	941	738	619	2.601	— 7.249
Internacional	—	—	4.977	—	838	2.129	7.944	+ 5.480
Sector financiero	1.816	8.358	770	401	945	1.069	13.359	+ 1.447
Banco República	50	582	3.214	1.122	2.016	—	6.984	— 438
Total pasivos	1.936	13.636	9.850	2.464	11.912	7.422	47.220	0
Resumen general								
Fuentes (activos netos)	1963	% del total	Usos (pasivos netos)		1963	% del total		
Familias	10.267	59.7	Agricultura y negocios		9.507	55.3		
Internacional	5.480	31.9	Gobierno		7.249	42.2		
Sector financiero	1.447	8.4	Banco República		438	2.5		
Total activos netos	17.194	100.0	Total pasivos netos		17.194	100.0		

CUADRO 15.17 – ACTIVOS – PASIVOS EN 31 DE DICIEMBRE 1966
(Millones de pesos)

Derechos sobre Derechos por	Familias	Agricultura y negocios	Gobierno	Interna- cional	Sector financiero	Banco República	Total activos	Activos menos pasivos
Familias	—	7.671	2.872	—	7.818	3.597	21.958	+ 18.997
Agricultura y negocios	—	338	—	—	3.704	2.393	6.435	— 17.986
Gobierno	191	445	—	1.229	1.510	861	4.236	— 11.921
Internacional	—	—	7.153	—	2.692	2.164	12.009	+ 8.971
Sector financiero	2.684	13.504	1.232	512	1.451	1.768	21.151	+ 1.473
Banco República	86	2.463	4.900	1.297	2.503	—	11.249	+ 466
Total pasivos	2.961	24.421	16.157	3.038	19.678	10.783	77.038	0
Resumen general								
Fuentes (activos netos)	1966	% del total	Usos (pasivos netos)		1966	% del total		
Familias	18.997	63.5	Agricultura y negocios		17.986	60.1		
Internacional	8.971	30.0	Gobierno		11.921	39.9		
Sector financiero	1.473	4.9						
Banco República	466	1.6						
Total activos netos	29.907	100.0	Total pasivos netos		29.907	100.0		

CUADRO 15.18 – ACTIVOS – PASIVOS EN 31 DE DICIEMBRE 1969
(Millones de pesos)

Derechos sobre Derechos por	Familias	Agricultura y negocios	Gobierno	Interna- cional	Sector financiero	Banco República	Total activos	Activos menos pasivos
Familias	—	7.695	5.038	—	14.482	5.755	32.970	+ 26.735
Agricultura y negocios	—	680	—	—	6.091	3.106	9.877	– 29.957
Gobierno	673	1.569	—	2.651	3.365	1.488	9.746	– 23.774
Internacional	—	—	20.640	—	5.630	3.592	29.862	+ 22.333
Sector financiero	5.456	24.545	1.948	350	2.545	5.549	40.393	+ 3.416
Banco República	106	5.345	5.894	4.528	4.864	—	20.737	+ 1.247
Total pasivos	6.235	39.834	33.520	7.529	36.977	19.490	143.585	0

Resumen general

Fuentes (activos netos)	1969	% del total	Usos (pasivos netos)	1969	% del total
Familias	26.735	49.8	Agricultura y negocios	29.957	55.8
Internacional	22.333	41.6	Gobierno	23.774	44.2
Sector financiero	3.416	6.3			
Banco República	1.247	2.3			
Total activos netos	53.731	100.0	Total pasivos netos	53.731	100.0

CUADRO 15.19 – RESUMEN. ACTIVOS – PASIVOS
(Millones de pesos)

	1963	Partici- pación porcen- tual	1966	Partici- pación porcen- tual	1969	Partici- pación porcen- tual	Flujo 1963-1966	Partici- pación porcen- tual	Flujo 1966-1969	Partici- pación porcen- tual
Fuentes (activos netos)										
Familias	10.267	59.7	18.997	63.5	26.735	49.8	8.730	68.7	6.606	27.7
Internacional	5.480	31.9	8.971	30.0	22.333	41.6	3.491	27.4	13.362	56.1
Financiero	1.447	8.4	1.473	4.9	3.416	6.3	26	0.2	3.075	12.9
Banco República	—	—	466	1.6	1.247	2.3	466	3.7	781	3.3
Total activos netos	17.194	100.0	29.907	100.0	53.731	100.0	12.713	100.0	23.824	100.0
Usos (pasivos netos)										
Agricultura y negocios	9.507	55.3	17.986	60.1	29.957	55.8	8.479	66.7	11.971	50.2
Gobierno	7.249	42.2	11.921	39.9	23.774	44.2	4.672	36.7	11.853	49.8
Banco República	438	2.5	—	—	—	—	– 438	– 3.4	—	—
Total pasivos netos	17.194	100.0	29.907	100.0	53.731	100.0	12.713	100.0	23.824	100.0

INDICE DE AUTORES, NOMBRES CITADOS, MATERIAS,
CUADROS Y GRAFICOS

INDICE DE AUTORES, NOMBRES CITADOS, MATERIAS, CUADROS Y GRAFICOS

— A —

Acerías Paz del Río S.A.:

- balances en 31 de diciembre, cuadro 7.16, 148.
- capacidad instalada, 150.
- capitalización y créditos recibidos, 147.
- financiación inicial, 146.
- fuentes y usos de recursos, 1951-1969, cuadro 7.15, 146.
- obligaciones a largo plazo, 147.
- problemas de mercado, 150.
- reserva para depreciaciones y amortizaciones, 147.
- tratamiento tributario, 149.
- utilidades, 147, 149.
- utilización de fondos, 147.

Ahorro:

- ahorro interno, ahorro externo y ahorro total, cuadro 4.4, 62.
- ahorro público, ahorro privado y financiamiento de la formación de capital, cuadro 6.2, 95.
- ahorros de ingresos propios por cada nivel de gobierno, cuadro 6.8, 104.
- aumento como solución al mercado extrabancario de dinero, 370.
- asignación, 20.
- cargos por inversiones forzosas, 220.
- comparación con el ingreso nacional disponible y el consumo, cuadro 7.2, 136.
- comparación internacional sobre la composición porcentual del ahorro institucional, cuadro 9.9, 216.
- composición porcentual del ahorro institucional en Colombia, 1950-1969, gráfico 9.5, 215.
- cuota de ahorro personal, 211.
- cuota de ahorro personal en Colombia, gráficos 9.3 y 9.4, 212.
- depósitos de ahorro, cuadro 15.6, 394.
- desperdicio, 21.
- doméstico, su canalización a través del mercado de capitales, 19.
- efecto de distinto tipo de impuestos sobre el ahorro personal, cuadro 6.11, 107.
- efecto de la inflación, 315.
- efecto del gasto público financiado con crédito, 127.
- efecto en él de las financiaciones del gasto público con bonos de suscripción voluntaria, 91 (ver también: gasto público).
- efecto en él de las inversiones forzosas, 90, 91.
- efecto en él de un incremento en ingresos públicos, 89, 91.
- evolución del ahorro institucional en Colombia, 1950-1969, cuadro 9.8, 214.
- evolución del ahorro transferible, cuadro 12.1, 345.
- evolución del ahorro transferible, proporciones, gráfico 12.2, 346.

- evolución del ahorro transferible, tendencias, gráfico 12.1, 346.
- formas alternativas de canalizar el ahorro, 313.
- importancia del ahorro externo en la economía colombiana, 389.
- importancia del seguro en el proceso de ahorro, 217, 236, 237.
- ingreso nacional disponible, consumo y ahorro, cuadro 7.2, 136.
- intensidad de ahorro a través de los seguros de vida en Colombia, cuadro 9.3, 209.
- interno y externo, 61, 62, 389.
- personal e institucional y el seguro en Colombia, 210, 213.
- porcentaje de ahorro personal canalizado a través del seguro, 211.
- privado:
 - ahorro público y ahorro privado y financiamiento de la formación de capital, cuadro 6.2, 95.
 - alternativas que ofrece el mercado bursátil, 313.
 - improductivo, 122.
 - incidencia en él de los impuestos, 90, 122.
 - y la inversión productiva, 89.
- propensión marginal a ahorrar de distintos grupos de ingreso, estimación, cuadro 6.3, 96.
- propensión marginal como determinante inicial del crecimiento, 135.
- público:
 - ahorro público y ahorro privado y financiamiento de la formación de capital, cuadro 6.2, 95.
 - en diferentes niveles de gobierno, 90.
 - fuerza financiera de la inversión pública, 122.
 - ociosos, 121.
 - su efecto sobre la capitalización social, 87, 90.
 - y la inversión productiva, 89, 122.
- relación ahorro-ingreso, 20.
- sistemas de captación de ahorro, 341.
- subsídios gubernamentales, 237.
- status tributario de las principales formas de ahorro institucional en Colombia, cuadro 9.19, 233.

Alchian, Armen, 248.

Alviar Ramírez, Oscar, 181.

Auernheimer, Leonardo, 34.

— B —

Bailey, Martin J., 35.

Banca comercial:

- bancos comerciales y cajas de ahorro, tasa de rendimiento anual de las inversiones obligatorias, cuadro 8.6, 193.
- cajas y secciones de ahorro:
 - consideraciones en torno a su régimen, 198.
 - cuantía, cuadro 8.8, 196.

- definición, 196.
- entidades que componen el sistema, 196.
- inversión obligatoria de recursos, 197 (ver cuadro 8.6, 193).
- recursos de libre disposición, 197.
- capital pagado y reserva legal, 181.
- cartera de fomento:
 - créditos agropecuarios de Ley 26 de 1959, 186.
 - interés y plazo, 186.
 - operaciones que la conforman, 184.
 - porcentaje dentro de la cartera total, 185.
 - valor y distribución por renglones, cuadro 8.2, 187.
 - y bonos de la Ley 26 de 1959, 186.
 - y el encaje reducido, 185.
- cartera del Fondo para Inversiones Privadas, 186.
- cartera por plazos de vencimiento, cuadro 8.3, 188.
- composición de la cartera, 183.
- conveniencia de su intervención en el financiamiento a corto y mediano plazo, 187.
- definición, 181.
- depósitos del público en cuenta corriente, 181.
- depósitos en cuenta corriente respecto a total de medios de pago, cuadro 8.1, 182.
- inversiones de encaje:
 - concepto, 195.
 - cuantía, cuadro 8.7, 195.
 - en bonos de establecimientos públicos, 175.
- inversiones forzosas:
 - composición, 188.
 - cuantía, cuadro 8.4, 190.
 - definición, 188.
 - descripción, 189.
 - destino, cuadro 8.5, 191.
 - eficacia, 174.
 - tasa de rendimiento anual, cuadro 8.6, 193.
- inversiones voluntarias:
 - composición, 194.
 - composición y cuantía, cuadro 8.7, 195.
 - principio general, 194.
- sistema colombiano, 181.
- su importancia en el mercado de dinero, 183.
- Banco Central Hipotecario:**
 - análisis de la cuenta de préstamos y descuentos 1965-1969, cuadro 7.29, 169.
 - balances a 31 de diciembre, años 1965-1969, cuadro 7.28, 168.
 - cartera, 167.
 - cédulas hipotecarias:
 - captación de ahorro a través de ellas, 169.
 - cédulas en circulación por tipos de interés, cuadro 7.30, 170.
 - colocación, 167, 169, 171.
 - emisión, 166, 169.
 - garantía de los títulos, 171.
 - garantía de recompra, 171.
 - interés, 170.
 - inversionistas obligados, 170.
 - régimen tributario, 171.
 - ventajas para el inversionista, 170.
 - depósitos en bancos del país, 167.
 - depósitos en el Banco de la República, 167.
 - fuentes y usos de recursos, años 1965-1969, cuadro 7.27, 167.
 - inversiones, 169.
 - objetivos, 166.
 - operaciones, 167.
 - origen, 166.
 - otras inversiones, 167.
 - recursos, 169.
- Barletta*, Nicolás Ardito, 5.
- Basch*, Antonin, 140, 166.
- Bolsas de valores:
 - Bolsa de Bogotá comparada con la de Medellín, 314.
 - Bolsas de Bogotá y Medellín. Total de transacciones, cuadro 11.1, 314.
 - demanda de papeles ofrecidos en ella, 312.
 - formas alternativas de canalizar ahorro, 313.
 - funciones como canalizador de ahorro, 313.
 - información correspondiente al total de empresas inscritas en la bolsa 1961-1969, cuadro 11.25, 336.
 - importancia de las sociedades inscritas en la de Bogotá, 314.
 - importancia del tamaño de las empresas, 351.
 - importancia relativa de las trece empresas escogidas 1965-1969, cuadro 11.3, 315.
 - movimiento de la bolsa y el sector externo, 323.
 - negociación de letras de cambio, 352.
 - nuevo índice para la Bolsa de Bogotá:
 - ajustes, 364.
 - autores, 362.
 - clase de índice, 363.
 - cotizaciones que contempla, 362.
 - estructura, 363.
 - estructura. Clasificación utilizada para calcular el índice, cuadro 13.1, 366.
 - fórmulas de cálculo, 364.
 - fuerza de información, 363.
 - periodicidad, 365.
 - período base, 363.
 - ponderaciones, 364.
 - presentación y publicación, 365.
 - procesamiento, 365.
 - razones que lo justifican, 362.
 - papel frente al riesgo cambiario, 311.
 - papel frente a la inflación, 310, 315.
 - política de dividendos de sociedades inscritas, 322 (ver cuadro 11.6, 323).
 - posibilidad de colocación de nuevos papeles, 352.
 - recomendaciones, 312.
 - sociedades anónimas y sociedades inscritas en la Bolsa de Bogotá, cuadro 11.2, 314.
 - transacciones en la bolsa y movimiento del mercado libre de divisas 1961-1965, cuadro 11.8, 327.
 - valores que negocia, 326.
- Bonos convertibles:
 - antecedentes en el mercado colombiano, 358.
 - introducción en el mercado colombiano, 357.
 - potencialidad de mercado, 356.
 - utilización por sociedades anónimas colombianas, 355.
 - ventajas para el inversionista, 356.
 - ventajas para la empresa emisora, 356.
- Botero* de los Ríos, Germán, 5.
- Brady*, Dorothy S., 72, 78.
- Brechling*, F., 249.
- Brovedani*, Bruno, 256.
- Bruce*, William, 261.

Bruck, Nicolás, 5.
Burton, 249.

— C —

Camps, Mario, 256.

Castellanos, Luis, 79.

Caywood, Russell E., 158.

Certificados de participación:

características que deben tener en Colombia, 360.

experiencia de México, 359.

mercadeo, 360.

promoción en Colombia, 360.

rendimientos, 360.

requisitos que deben llenar, 361.

sistema de sustentación, 361.

tipos existentes en México, 359.

Comisión de Valores:

finalidades, 242.

propuesta de creación, 242.

Consumo:

gastos de consumo, cuadro 7.7, 139.

ingreso nacional disponible, consumo y ahorro, cuadro 7.2, 136.

propensión media al consumo, cuadro 7.1, 136.

Correa, Julio E., 246.

Cragg, John, 248.

Crecimiento económico:

crecimiento del respectivo sector de la economía colombiana (a precios constantes), cuadro 10.8, 264.

Crédito público:

efecto en el nivel de ahorro, 127.

en el Banco de la República al Gobierno Nacional:

efecto en el ahorro, 131.

y la expansión primaria, 132.

externo:

"atado", 134.

efecto sobre el ahorro total, 134.

formas, 133.

fuentes, 127 (ver también: bonos de desarrollo económico, crédito del Banco de la República al Gobierno Nacional, crédito externo).

Cross Vogel, Robert, 252.

Cuentas de flujo de fondos:

activos del Banco de la República:

incremento, 399.

principales renglones que los constituyen, 399.

activos del sector agricultura y negocios:

depósitos en cuenta corriente, 397.

depósitos en el Banco de la República, 397.

en billetes, 397.

total de activos, 397.

activos del sector familias:

activos de las familias que representan ahorros acumulados y producto interno bruto, cuadro 15.8, 396.

activos financieros, 395.

ahorros de familias a largo plazo, cuadro 15.7, 395.

capital pagado en sociedades anónimas, 396.

depósitos de ahorro, 394.

depósitos en cuenta corriente, 394.

inversiones en acciones y participación en capital de bancos, 396.

inversiones financieras en forma de acciones de familias, cuadro 15.9, 397.

primas de seguros pagadas, 396.

tenencia de billetes, 394.

activos del sector financiero:

cartera de los bancos, 399.

depósitos del sistema bancario, 399.

inversiones, 399.

activos del sector gobierno:

rubros que lo conforman, 398.

variación total, 398.

activos del sector internacional:

deuda externa de bancos comerciales, 398.

financiación de proveedores extranjeros, 398.

renglones más significativos, 398.

activos-pasivos del sistema financiero colombiano, dic.

31/63, cuadro 15.11, 412.

activos-pasivos del sistema financiero colombiano, dic.

31/66, cuadro 15.12, 416.

activos-pasivos del sistema financiero colombiano, dic.

31/69, cuadro 15.13, 420.

activos-pasivos en dic. 31/63, cuadro 15.16, 432.

activos-pasivos en dic. 31/66, cuadro 15.17, 432.

activos-pasivos en dic. 31/69, cuadro 15.18, 433.

cambio en activos netos nominales. Fuentes netas, cuadro 15.3, 392.

cambio en pasivos nominales. Usos netos, cuadro 15.4, 393.

depósitos de ahorro, cuadro 15.6, 394.

depósitos en cuenta corriente y a la vista, cuadro 15.5, 394.

descripción del sistema, 384.

evolución de las principales cuentas, 394.

flujos de fondos, distribución del crecimiento, gráfico 15.4, 393.

flujos globales financieros, 391.

fuentes (activos netos) del sistema financiero colombiano, gráfico 15.2, 390.

incrementos en activos-pasivos del sistema financiero colombiano y porcentaje de cambio 1963-1966, cuadro 15.14, 424.

incremento en activos-pasivos del sistema financiero colombiano y porcentaje de cambio 1966-1969, cuadro 15.15, 428.

limitaciones, 387.

metodología para el análisis de fuentes y usos de fondos del sistema financiero colombiano, 1963-1966-1969, cuadro 15.10, 402 a 411.

objeto, 381, 384, 385.

pasivos del Banco de la República:

internacionales, 399.

rubros que lo forman, 399.

pasivos del sector agricultura y negocios:

renglones que lo conforman, 397.

total, 397.

pasivos del sector familias:

créditos hipotecarios, 397.

créditos del sector financiero y el gobierno, 397.

pasivos del sector financiero:

depósitos, 399.

inversiones, 399.

préstamos y descuentos del Banco de la República, 399.

- pasivos del sector gobierno:
 - crédito bruto en el Banco de la República, 398.
 - deuda pública interna, 398.
 - incremento del total en 1963-1966, 398.
 - obligaciones del gobierno, 398.
- pasivos del sector internacional:
 - depósitos del sector, 399.
 - pasivos representados por activos internacionales del Banco de la República y aportes del gobierno nacional a entidades internacionales, 399.
- resumen, 400.
- resumen activos-pasivos, cuadro 15.19, 433.
- sectores con activos netos. Fuentes, cuadro 15.1, 389.
- sectores con pasivos netos. Usos, cuadro 15.2, 389.
- sectorización, 388.
- usos (pasivos netos) del sistema financiero colombiano, gráfico 15.3, 391.
- utilidad, 386.
- Cuentas nacionales:
 - propósito, 382.
 - sectorización, 382, 388.
- Curva de demanda por dinero:
 - análisis de su sentido económico, 38.

— D —

- Desarrollo económico:
 - importancia del estudio de flujo de fondos, 385.
 - requerimientos, 249.
 - y los intermediarios financieros, 246.
- Deuda pública:
 - bonos de desarrollo económico:
 - colocación y suscripción, 140.
 - destinación y característica, 128.
 - efecto sobre el ahorro, 129.
 - intervención del Banco de la República en su colocación, 140.
 - monto de las emisiones, 128.
 - rentabilidad de los de la clase "B", cuadro 6.20, 129.
 - deuda pública interna 1960-1969, cuadro 7.9, 142.
 - distribución de la deuda pública por tenedores, cuadro 7.8, 141.
 - participación del Banco de la República, 140.
 - saldos de capital, (ver cuadro 7.9, 142).
 - variación período 1963-1966, 398.
- Devaluación:
 - modelo para determinar si los activos del mercado bursátil se han protegido contra ella, 324.
 - papel de las bolsas de valores ante ella, 311.
 - protección contra la devaluación, cuadro 117, 323.
 - protección del inversionista ante ella, 323.
- Díaz B., Edgar, 362.
- Diz, Alfonso C., 36, 43.

— E —

- Eitman, David E., 315.
- El mercado bursátil:
 - ausencia de mercado para instrumentos distintos a acciones comunes, 351.
 - capital pagado de trece sociedades 1961-1969, cuadro 11.21, 334.
 - composición de la demanda, 326.
 - composición de las transacciones, 330.
 - cotizaciones de dólar libre y oficial 1961-1970, cuadro 11.31, 339.
 - demanda de acciones, 321.
 - demanda especulativa de divisas, gráfico 11.5, 325.
 - desarrollo, 342.
 - determinantes de su estrechez, 348.
 - dividendos anuales por acción ajustados por ganancia de suscripción de trece empresas 1961-1970, cuadro 11.18, 332.
 - dividendos anuales por acción, pagados por trece empresas inscritas en la bolsa 1961-1970, cuadro 11.16, 331.
 - efectos de la tributación sobre él, 330.
 - exención de impuestos, 329.
 - exigencia de rendimientos inmediatos, 350.
 - ganancia por suscripción de acciones de trece empresas inscritas en la bolsa de Bogotá 1961-1970, cuadro 11.17, 332.
 - importancia, 314.
 - importancia del tamaño de las empresas, 351.
 - indicadores de demanda por divisas y por valores bursátiles, cuadro 11.32, 340.
 - indicadores de demanda por divisas y valores bursátiles 1964-1970, gráfico 11.6, 326.
 - mercado de bonos convertibles, 355.
 - mercado de papeles a corto plazo, 352, 354.
 - modelo para calcular número de acciones bajo reinversión, cuadro 11.29, 338.
 - negociación en bolsa de letras de cambio, 352.
 - papel de los bancos comerciales, 349.
 - papel de los corredores de bolsa, 349.
 - papel de otros intermediarios financieros, 350.
 - papeles que circulan, 342.
 - patrimonio de trece compañías 1961-1969, cuadro 11.19, 333.
 - política de dividendos 1961-1970, cuadro 11.6, 323.
 - posibilidad de colocación de nuevos papeles, 341, 348, 352.
 - precios de trece acciones inscritas en la Bolsa de Bogotá 1961-1970, cuadro 11.15, 331.
 - rendimiento de trece acciones inscritas en la Bolsa de Bogotá 1961-1970, cuadro 11.23, 335.
 - rendimiento de trece acciones inscritas en la Bolsa de Bogotá incorporando el efecto de las suscripciones 1961-1970, cuadro 11.24, 335.
 - rentabilidad anual del CAT, cuadro 11.11, 329.
 - rentabilidad anual real de activos bursátiles, cuadro 11.12, 329.
 - rentabilidad real de algunos papeles (cédulas del BCH, bonos de desarrollo económico clase "B" y CAT), 328.
 - tasas brutas de retorno de los bonos de desarrollo económico (clase "B"), cuadro 11.10, 328.
 - tasas brutas de retorno de las cédulas del BCH, cuadro 11.9, 328.
 - tasas marginales mínimas de impuesto sobre la renta que hicieron más rentable la inversión de papeles de renta fija 1961-1966, cuadro 11.14, 330.
 - utilidades netas de trece sociedades 1961-1969, cuadro 11.22, 334.
 - utilidades repartidas como dividendos 1961-1969, cuadro 11.20, 333.

- valor efectivo de las transacciones en bonos, cédulas, CAT y acciones 1961-1970, cuadro 11.13, 330.
y la demanda especulativa de divisas, 324.
- El mercado de capitales:
características y desarrollo en el período 1966-1970, 341.
como factor de producción, 23.
definiciones, 17, 21, 341.
delimitación, 18.
dificultades para la colocación de bonos internos, 140.
estrechez, 140.
forma de mejorar su funcionamiento, 48.
importancia de las superestructuras en él, 17.
mercado de capitales. Evolución del ahorro transferible, cuadro 12.1, 345.
para los bonos del gobierno, 174.
razones para su formación, 17.
reforma:
 consecuencias, 50.
 crecimiento, 348.
 efecto amplificador, 19.
 mercado potencial, 348.
 partes que deben tener prioridad, 49.
 razones no válidas para hacerla, 18.
 razones válidas, 18.
 y el episodio cíclico, 25.
 y la distribución del ingreso, 24.
 y la relación ahorro-ingreso, 20.
 y la tasa de cambio, 22.
 y la tasa de desempleo, 24.
 y los precios relativos, 21.
 y otras reformas, 23.
 sustitutos, 17, 21.
 y la asignación de ahorros, 20, 385.
 y la seguridad en el cumplimiento de contratos, 48.
 y la tasa de interés, 22.
 y los costos de información, 48.
 y los costos de transacción, 48.
- El mercado extrabancario:
componentes del tipo de interés, 371.
costo, 368.
operación, 368.
origen, 368.
participación de compañías extranjeras, 354.
quienes acuden a él, 369.
recursos, 371.
sistemas, 370.
soluciones, 370.
sustituyentes, 368, 369.
y el crédito bancario, 369.
y los bancos, 374.
- El seguro:
caducidad en seguros de vida y contratos de capitalización, 235.
carácter de los seguros de vida, 213.
carácter de los seguros generales, 213.
cartera vigente de las compañías de seguros de vida. Relación con el ingreso nacional (%) 1950-1968, cuadro 9.1, 208.
comparación internacional de la cartera de vida vigente. Porcentaje del ingreso nacional, cuadro 9.2, 208.
compación internacional del seguro, 1968, cuadro 9.6, 211.
comparación internacional sobre la evolución de la prima promedio, cuadro 9.4, 209.
composición de las inversiones de capital de las compañías de seguros de vida, seguros generales y capitalización en Colombia, cuadro 9.12, 217.
composición de las inversiones de capital de las compañías de seguros de vida y capitalización en Colombia, cuadro 9.13, 218.
costo y reserva compensatoria, 201.
deducibilidad de primas de seguro y cuotas de capitalización, 237.
en Colombia y el mundo, 207.
evolución de la rentabilidad promedio (%) de los valores de renta fija y variable en compañías de seguros y capitalizadoras en Colombia 1950-1969, cuadro 9.18, 223.
evolución del ahorro institucional en Colombia 1950-1969, cuadro 9.8, 214.
evolución del índice del costo de la vida, del índice de los precios en la construcción y del índice de cotización bursátil de las acciones en Colombia, gráfico 9.14, 230.
evolución del índice del costo de la vida y del índice de cotización de las acciones en Gran Bretaña, gráfico 9.12, 228.
evolución del índice del costo de la vida y del índice de cotización de las acciones en Suiza, gráfico 9.11, 228.
evolución del índice del costo de la vida y del índice de cotización de las acciones industriales en Francia, gráfico 9.13, 229.
evolución del régimen de inversiones forzosas para las compañías de seguro de vida, seguros generales y sociedades de capitalización en Colombia 1931-1971, cuadro 9.15, 220.
evolución hipotética en la República Federal de Alemania de un seguro de vida con reserva matemática invertida en acciones, gráfico 9.7, 225.
evolución real en Estados Unidos de un plan de anualidad o pensión de retiro variable con reservas matemáticas invertidas primordialmente en acciones, gráfico 9.6, 224.
evolución real en Holanda de un plan de seguro de vida individual con reservas matemáticas invertidas primordialmente en acciones, gráfico 9.9, 226.
evolución real en la Gran Bretaña de dos planes de seguro de vida individual con reservas matemáticas invertidas primordialmente en acciones y/o fondos, gráfico 9.8, 226.
expansión del seguro de vida, 230.
facilidad para obtener crédito, 202.
función social, 207.
funciones macroeconómicas, 202, 235.
funciones microeconómicas, 201, 235.
gravámenes directos para asegurados y suscriptores de capitalización en Colombia, cuadro 9.20, 234.
importancia económica, 200, 235.
incidencia de la inflación secular en los seguros generales y en los reaseguros, 232.
intensidad de ahorro a través de los seguros de vida en Colombia, cuadro 9.3, 209.
interdependencia con el índice del costo de la vida y el índice de cotización bursátil, 227.

- inversión de las reservas en acciones, 216, 227, 236.
 inversiones admisibles, 222.
 inversiones de capital y aseguradoras y capitalizadoras, 216.
 inversiones de capital de las compañías de seguros de vida, cuadro 9.11, 217.
 inversiones de capital de las compañías de seguros de vida, seguros generales y sociedades de capitalización en Colombia, cuadro 9.10, 216.
 la industria del seguro en el flujo de capitales de una economía nacional, gráfico 9.2, 205.
 legislación sobre seguros, 236.
 origen, 199.
 otros incentivos tributarios, 239.
 participación del asegurado en la utilidad técnica de las compañías de seguros de vida, 225, 226.
 pensiones de jubilación o de vejez, 229.
 préstamos sobre pólizas, 218.
 primas de seguros y cuotas de capitalización recaudadas en Colombia 1950-1969, cuadro 9.5, 210.
 proporción porcentual de las utilidades sobre los activos en las sociedades anónimas y en las compañías de seguros del país, cuadro 9.16, 221.
 régimen de inversiones forzosas, 220, 228, 232, 236.
 régimen vigente de inversiones admisibles para las compañías de seguros de vida, seguros generales y sociedades de capitalización en Colombia, cuadro 9.17, 222.
 repercusiones de la inflación secular, 221, 236.
 reservas técnicas de compañías de seguros, capitalizadas, ICSS, cuadro 9.7, 214.
 seguro de renta vitalicia, 223.
 status tributario de las compañías de seguros, 233, 236.
 transformación de dinero en capital mediante la industria del seguro, gráfico 9.1, 204.
 vinculación con inversión en acciones, 222.
 y disminución del riesgo que debe soportar una economía individual, 203.
 y el ahorro personal e institucional en Colombia, 210.
 y la canalización de ahorros, 203, 211, 235.
 y la disminución de siniestros, 202.
 y la estructura competitiva, 205.
 y la limitación del riesgo, 201.
 y la política monetaria, 204.
 y la posición competitiva, 202.
 y la productividad económica, 205.
 y los ciclos coyunturales, 206.
- Empresa de energía eléctrica de Bogotá:
 aumento de servicios, 163.
 balances años 1966-1969, cuadro 7.26, 164.
 capacidad instalada, 163.
 depreciación acumulada, 165.
 fuentes y usos de recursos, años 1967-1969, cuadro 7.25, 163.
 inversión de recursos, 165.
 origen, 162.
 préstamos externos, 165.
 recursos generados por la explotación, 165.
 rentabilidad, 165.
 utilidades, 163.
- Empresas comerciales e industriales del Estado:
 problemas para su creación y funcionamiento, 139.
 su dependencia del gobierno nacional, 140.
- Empresas Públicas de Medellín:
 activos fijos, 162.
 balances a 31 de diciembre, cuadro 7.22, 161.
 crédito interno y externo, 162.
 fuentes y usos de recursos, años 1960-1969, cuadro 7.21, 160.
 incremento de servicios, 160.
 pasivos, 162.
 utilidades acumuladas, 162.
 utilidades 1961-1969, cuadro 7.23, 162.
- Encuestas de gastos e ingresos familiares en: Bogotá, Barranquilla, Cali, Medellín:
 análisis de regresión múltiple, 81.
 análisis de varianza, cuadro 5.12, 84.
 comportamiento del consumidor según nivel de ingreso y educación del jefe, 80.
 comportamiento del consumidor según nivel de ingreso y forma de tenencia, 81.
 comportamiento del consumidor según niveles de ingreso y tamaño de la unidad de consumo, 79.
 comportamiento del consumidor según nivel y distribución del ingreso, 76.
 conclusiones, 85.
 diferencias regionales en los patrones de consumo, 75.
 diseño de la muestra, 70.
 distribución de ingresos y proporción media a ahorrar, 1967, cuadro 5.5, 78.
 distribución por ciudades, trimestres y estratos, cuadro 5.1, 70.
 estructura de gastos según nivel educacional para las familias con ingresos entre \$7.000 y \$8.000 trimestrales, 1967, cuadro 5.9, 82.
 gastos promedios trimestrales por familias, 1967, cuadro 5.2, 75.
 gastos promedios trimestrales según nivel de ingreso disponible, 1967, cuadro 5.4, 78.
 gastos promedios trimestrales según niveles de ingreso y educacional, 1967, cuadro 5.8, 81.
 gastos promedios trimestrales según nivel de ingresos y tamaño de la unidad de consumo 1967, cuadro 5.6, 79.
 gastos trimestrales según nivel de ingreso y tenencia de la vivienda 1967, cuadro 5.10, 82.
 gastos promedios trimestrales según niveles de ingreso y grupos de edad 1967, cuadro 5.7, 80.
 propensiones medias a consumir por cuartiles de ingreso 1967, cuadro 5.3, 77.
 regresión entre gasto total y algunas características familiares, cuadro 5.11, 83.
 selección de variables, 71.
 tipo de función, 74.
- Espinosa Valderrama, Abdón*, 176.

— F —

Faffa, J. C., 256.

Famma, Eugene F., 252.

Farrar, Donald E., 252.

Fondos de inversión:

canalización de recursos del mercado extrabancario, 286.

causas de crecimiento de la cartera, 283.

clase particular de los intermediarios financieros, 247.
 composición sectorial de la cartera de los fondos, cuadro 10.16, 275.
 contenido del reglamento, 257.
 contribución al proceso de inversión, 259, 261, 286.
 control de la Superintendencia Bancaria, 242.
 control sobre compañías, 242.
 diferencia con sociedad administradora de inversión, 257.
 elección de la cartera, 248, 252.
 exención tributaria de rendimientos, 242.
 función de utilidad de la unidad inversora, 249.
 función de utilidad de la unidad inversora, gráfico 10.1, 250,
 funcionamiento, 247, 253, 286.
 historia, 253.
 incertidumbre en la inversión, 249.
 incidencia en la política monetaria, 285.
 influencia en las cotizaciones bursátiles, 285.
 inversión en acciones, 248.
 inversión en bonos, 248.
 inversiones permitidas a las sociedades de inversión, 257.
 naturaleza, 241.
 objetividad e información, 242, 284.
 oportunidades a que se enfrentan, 268.
 oportunidades de diversificación para el inversionista, cuadro 10.15, 271.
 origen y creación en Colombia, 256, 258.
 participación en el mercado de acciones, 344.
 participación total que tienen en la cartera de los fondos los 12 mayores papeles para el respectivo año, cuadro 10.17, 276.
 razones para la creación de sociedades administradoras, 283.
 reducción del riesgo por diversificación, 250.
 riesgo en la inversión, 249.
 sectores más favorecidos por su inversión, 283.
 sociedades cuyas acciones en poder de los fondos de inversión están comprendidas entre los porcentajes determinados y a la vez el porcentaje haya venido en aumento desde 1967, cuadro 10.18, 278.
 sociedades en las que pueden invertir (ver cuadro 10.15) 270.
 tenencia de acciones y de bonos, 273.
 total de inversiones en 1970, 273.
 valores netos de los fondos desde su creación, cuadro 10.1, 259.
 Fondos de inversión inmobiliaria e hipotecaria, 239.
 Formación de capital:
 ahorro público, ahorro privado y financiamiento de la formación de capital, cuadro 6.2, 95.
 comparación internacional de la acumulación de capital y productividad de la inversión, cuadro 10.4, 262.
 conceptos, 261.
 del país y de las sociedades anónimas, cuadro 10.2, 260.
 financiación, 261.
 financiación de la formación interna bruta de capital, cuadro 10.5, 263.
 financiación porcentual de las sociedades anónimas norteamericanas, cuadro 10.11, 267.

financiamiento, cuadro 7.5, 138.
 formación interna bruta de capital fijo como proporción del producto bruto interno a precios de mercado, cuadro 10.3, 261.
 formación interna bruta de capital y formación interna bruta de capital fijo de las sociedades anónimas nacionales, cuadro 10.7, 264.
 fuentes de financiación de las sociedades anónimas colombianas, 265, 266.
 fuentes de financiación de las sociedades anónimas nacionales, cuadro 10.9, 265.
 participación de los sectores público y privado, cuadro 7.4, 137.
 porcentaje de emisión realizado por las sociedades anónimas enumeradas, entre el 31 de diciembre de 1964 y el 31 de diciembre de 1970, cuadro 10.19, 279.
 porcentaje que representa la industria manufacturera respecto al PBI generado por las sociedades anónimas, cuadro 10.12, 268.
 proporción de la financiación externa respecto a la financiación total para las sociedades anónimas nacionales vinculadas al respectivo sector, cuadro 10.10, 266.
 proporción de los aportes de capital al total de financiación externa para las sociedades anónimas nacionales vinculadas al respectivo sector, cuadro 10.13, 269.
 relación entre los aportes de capital de cada sector y el total de aportes en las sociedades anónimas, cuadro 10.14, 269.
 resumen, cuadro 7.3, 137.
Friedman, Milton, 35, 36, 39.
Friedman, Rose D., 72, 78.
Friend, Irwin, 73, 253.

— G —

Gasto público:
 composición sectorial, cuadro 6.16, 125.
 efecto de diferentes formas de financiación sobre el ahorro, 91.
García, Carlos, 79.
 Gastos de consumo privado, cálculo, 69.
Gaumnitz, Jack, 252.
Goldsmith, Raymond W., 17.
Gomez, Armando, 362, 379.
González, Claudio, 252.
Guillermo I de Bélgica, 254.
Gurley, John G, 17, 39, 243, 244.

— H —

Hahn, F. H., 241, 249.
Hicks, John, 22.
Hoff Stauffer, C., 252.
Horowitz, Ira, 253.

— I —

Impuestos:
 efecto de distinto tipo de impuesto sobre ahorro personal, cuadro 6.11, 107.

- efecto de distintos tipos de impuesto sobre ahorro privado, cuadro 6.13, 109.
- efecto estabilizador en la demanda agregada, 115.
- importancia con relación a la conducta de ahorro del gobierno, 115.
- imputación de los impuestos a personas naturales y sociedades de capital, cuadro 6.12, 108.
- incidencia en el ahorro privado, cuadro 8.9, 111.
- incidencia en la conducta de ahorro de las personas, 114.
- influencia en la conducta de inversión de sociedades y personas, 114.
- instrumento para asegurar la redistribución del ingreso, 124.
- status tributario de las principales formas de ahorro institucional, 236, 237, 239.
- status tributario de las principales formas de ahorro institucional en Colombia, cuadro 9.19, 233.
- y los términos de intercambio entre trabajo y ocio, 113.
- y patrones de reinversión, 115.
- Índice de Laspeyres, 76.
- Inflación:
- análisis de correlación entre transacciones en finca raíz e inflación, cuadro 11.4, 316.
- comparación latinoamericana de protección ante la inflación, aplicando el modelo 1, gráfico 11.1, 317.
- destructora del ahorro, 34.
- en América Latina, 34.
- incidencia en el tipo de interés, 372.
- información correspondiente a los modelos 1 y 2, cuadro 11.27, 337.
- información correspondiente a los modelos 1 y 2 (incorporando efecto de suscripción), 337.
- imperfecta:
- como justificativo de inflación para generar ahorro, 40.
- concepto, 40.
- controles, 46.
- efectos adicionales sobre el volumen y composición del ahorro, 43.
- variabilidad en la tasa de inflación, 41.
- modelo para encontrar si un activo se ha protegido contra la inflación, 316.
- papel de la bolsa de valores, 310, 315.
- perfecta:
- como impuesto a la tenencia de dinero, 35.
- concepto, 35.
- costos sociales, 35.
- efecto, 39.
- su recaudación como impuesto, 36.
- política de dividendos e impacto sobre la protección ante la inflación, 320.
- protección anual ante la inflación en Colombia, modelos 1 y 2, gráfico 11.2, 318.
- protección contra la inflación según hipótesis acerca de la reinversión de utilidades, cuadro 11.5, 320.
- relación entre financiación, crédito y presiones inflacionarias, gráfico 11.3, 321.
- reprimida y tasas de interés, 43.
- secular:
- incidencia en los seguros de vida y contratos de capitalización, 221, 224.
- incidencia en los seguros generales y en los reaseguros, 231, 236.
- transacciones en finca raíz y protección ante la inflación, cuadro 11.26, 336.
- y la propensión a invertir en finca raíz, 316.
- y la tasa de crecimiento, 34.
- y la tasa de dividendos, 321.
- Informe Musgrave*, 144, 145.
- Ingresos:
- del sector público:
- efectos en el nivel de ahorro, 91, 98, 103, 104, 121.
- ingresos del gobierno central 1960-1969, cuadro 7.10, 143.
- ingreso, gastos corrientes y ahorro del sector público, cuadro 6.1, 94.
- resumen de ingresos de los establecimientos públicos nacionales descentralizados, cuadro 7.11, 143.
- su influencia en la capitalización social, 88.
- distribución e incidencia tributaria, 1961, cuadro 6.9, 105.
- distribución e incidencia tributaria, 1966, cuadro 6.10, 106.
- ingreso nacional disponible, consumo y ahorro, cuadro 7.2, 136.
- tributarios:
- impuesto de renta según declaración de personas naturales, cuadro 7.14, 145.
- incidencia de su recaudo sobre el ahorro de las personas y las sociedades, 105, 111.
- producido de algunos impuestos especiales, cuadro 7.12, 144.
- relación entre recaudos tributarios y producto nacional bruto, cuadro 7.13, 145.
- su relación con el producto nacional bruto, en Colombia, 144.
- Instituto Colombiano de Energía Eléctrica:
- balances a diciembre 31, 1966 a 1969, cuadro 7.18, 153.
- capacidad instalada, 150.
- capital y activos, 150.
- finalidad y objetivos, 150.
- fuentes y usos de recursos, cuadro 7.17, 151.
- recursos, 152.
- Instituto de Crédito Territorial:
- balances en diciembre 31, 1962-1969, cuadro 7.32, 173.
- capital, 172.
- construcción de vivienda, 172.
- creación, 171.
- funciones, 171.
- inventarios, 172.
- origen de fondos, 172.
- pérdida, 172.
- Instituto de Fomento Industrial:
- balance a 31 de diciembre, 1966-1969, cuadro 7.20, 155.
- fuentes y usos de recursos años 1967-1969, cuadro 7.19, 155.
- función básica, 154.
- naturaleza, 154.
- uso de fondos, 155.

- Intermediarios financieros:
 análisis de sus actividades, 243.
 concepto, 241.
 descripción, 243.
 fondos financieros, 242, 243, 286.
 la bolsa de valores, 313.
 modelo utilizado para análisis, 243.
 monetarios:
 definición, 245.
 posibilidades, 268.
 no monetarios:
 clases, 245.
 definición, 245.
 los fondos de inversión, 247, 253.
 posibilidades, 268.
 ventajas económicas, 246.
 y el desarrollo económico, 246.
 y la creación de medios de pago, 243.
- Inversión:
 determinación de la financiación de la inversión a través del crédito, gráfico 11.4, 322.
 emisión de acciones para financiación de la inversión, 320.
 financiación de la inversión bruta, 385.
 política de financiación de las sociedades anónimas, cuadro 11.30, 338.
 pública:
 composición sectorial del Plan de Inversiones en porcentajes, gobierno nacional, cuadro 6.18, 126.
 composición sectorial del Presupuesto Nacional de Inversión, cuadro 6.19, 127.
 total, cuadro 6.17, 126.
 relación entre financiación, crédito y presiones inflacionarias, gráfico 11.3, 321.
- Inversiones forzosas:
 evolución del régimen de inversiones forzosas para las compañías de seguros de vida, seguros generales y sociedades de capitalización en Colombia, 1931-1971, cuadro 9.15, 220.
 para las compañías de seguros, 220, 228, 232.
 régimen, 219.
 régimen colombiano de inversiones forzosas. Instituciones, cuadro 9.14, 219.
- Isaza, Rafael*, 69.
- J -
- Jacks, Hans*, 87.
Jaramillo, Juan Carlos, 310.
Jensen, Michael, 253.
Johnson, Harry G., 34, 35.
Jonez, Robert, 73.
Junguito, Roberto, 310.
- K -
- Keran, Michael W.*, 249, 252.
Kessel, Reuben A., 248.
Keynes, John Maynard, 21, 22, 23.
Klein, B., 38.
Klein, L. R., 73.
Klopstock, Fred H., 283.
- L -
- Londoño, Raúl F.*, 259.
LLeras C., Alberto, 257.
- M -
- Malkiel*, 249.
Mandelbrot, Benoit, 252.
Marchal, Jean, 256.
Markoff, 252.
Markowitz, Harry, 249.
Martínez, Manuel, 87.
Matthews, R. C. O., 241.
McLure, Charles, 96, 98, 106, 124.
Mead, Stuart, 254.
 México:
 balanza de pagos, 29.
 captación de recursos financieros, 30.
 desarrollo económico:
 contribución del sector agrícola, 27, 28.
 período, 27.
 efectos de la reforma agraria, 28.
 el mercado financiero, 32.
 influencia de las variables financieras, 29.
 política financiera de los últimos años, 30, 32, 33.
 sector externo en la determinación del ingreso, 31.
 tasa de crecimiento, 27.
 tasa de crecimiento industrial, 29.
Moore, Basil J., 249, 250.
Morgan, James N., 73.
Mundell, Robert, 248.
Musalem, Alberto R., 34, 37, 44, 45, 58, 315, 324.
- N -
- Nurkse, Ragnar*, 135.
- O -
- Ortega, Francisco J.*, 69.
Ospina Velasco, Jaime, 5.
- P -
- Pastrana B., Misael*, 257.
Patiño, Alfonso, 175.
Paton, William, 265.
Perry R., Guillermo E., 87, 123.
Pieschacón V., Camilo, 199.
Pieschacón V., Francisco, 199.
Plan de Desarrollo Económico y Social, 1970-1973, interrelaciones entre inversión pública y privada, 87.
Poveda R., Gabriel, 262.
Prieto Durán, Rafael, 69.
Procter, Mary, 379, 385.

Productividad por persona, concepto, 57.

Producto bruto interno:

cálculo de las necesidades de inversión, 58, 62.

comportamiento de la inversión con respecto a él, 58. concepto, 261.

formación interna bruta de capital fijo como proporción del producto bruto interno, a precios de mercado, cuadro 10.3, 261.

importancia de la inversión como componente, 261.

niveles de inversión requeridos para un crecimiento del 7.5%, cuadro 4.2, 60.

participación anual que las sociedades anónimas nacionales vinculadas a cada sector generan como proporción del PBI, a precios de mercado, cuadro 10.5, 263.

participación de las sociedades anónimas, 262, 265.

políticas requeridas para lograr un crecimiento de 7.5% anual, 58.

proyecciones de desempleo para diferentes tasas de crecimiento del PIB, cuadro 4.1, 59.

y la distribución del ingreso, 57.

— R —

Reyes, Marcos, 79.

Reynolds, Clark W., 379, 381, 385.

Rivera, Laura de, 69.

Ruiz Lara, Jorge, 87.

Romero, Jaime, 5.

— S —

Sabogal, Jaime, 379.

Salcedo, Alvaro, 5.

Sapoznikow, Jorge, 69.

Sarmiento, Eduardo, 57.

Schlesinger, Daniel, 379.

Schumpeter, 200.

Servicio público:

financiación, 157, 158.

instrumentos de las tarifas, 157, 158.

Sharpe, William F., 253.

Shaw, Edward S., 17, 39, 243, 244.

Shelton, John P., 252.

Simons, Henry C., 17.

Sistema financiero colombiano:

análisis, 384.

como captor de ahorros, 389.

fuentes, 391.

fuentes (activos netos) del sistema financiero colombiano, gráfico 15.2, 390.

usos, 392.

usos (pasivos netos) del sistema financiero colombiano, gráfico 15.3, 391.

Solis M., Leopoldo, 27.

Solomon, Ezra, 320, 321.

Soto, Luis Guillermo, 368.

Superávit o déficit de la nación en cuenta corriente, cuadro 7.6, 138.

Sweezy, Paul M., 17.

— T —

Taylor, Lester, 95, 96, 98, 105, 106, 110, 124.

Tasas de interés:

componentes, 371.

control, 22.

estructura, 22.

incidencia del costo administrativo, 371.

incidencia del riesgo, 373.

incidencia de la inflación, 372.

los costos del dinero, 374.

Tobin, James, 249, 250.

Tobón L., Gustavo, 254, 269.

Tolley, George S., 35.

Toribio, Juan J., 43.

Toro, Emilio, 257.

Transacciones corrientes de Colombia con el resto del mundo, cuadro 4.3, 61.

Treynor, Jack L., 253.

— U —

Urrutia Montoya, Miguel, 5, 79, 379.

— V —

Velásquez Cock, Alvaro, 241.

Vickers, Douglas, 253.

Villegas, Luis Alberto, 172.

Vivienda:

déficit, 165.

financiación de, 165.

organismos del estado, 165, 176.

proyecciones de déficit, 165.

recomendaciones sobre políticas de financiación, 174.

— W —

Wagenführ, H., 204, 205.

Weddigen, 205.

— Z —

Zuleta, Hernando, 135.

Zuleta J., Luis Alberto, 241.