

**EL MERCADO DE CAPITALES
EN COLOMBIA
1974**

**BIBLIOTECA HEMEROTECA
ASOCIACION BANCARIA**

332.6861

645 m

974

EJ. 2

BANCO DE LA REPUBLICA
ASOCIACION BANCARIA DE COLOMBIA

EL MERCADO DE CAPITALES
EN COLOMBIA
1974

BOGOTA, D.E., COLOMBIA

1975

BIBLIOTECA HEMEROTECA
ASOCIACION BANCARIA

HENRY: 19611

PRIMERA EDICION: Septiembre de 1975

Derechos reservados

Edición bajo la dirección de
DANIEL SCHLESINGER RICAURTE
Diseño de portada:
Jaime Cendales O. y Germán Espinosa C.

Impreso por:
EDICIONES TERCER MUNDO
Apartado aéreo 4817
Bogotá-Colombia

*Impreso y hecho en Colombia
Made and printed in Colombia*

15

464-75/39

PREFACIO

Constituye esta la tercera edición de la serie "Mercado de Capitales en Colombia" una publicación que reúne los documentos y debates presentados en el Simposio que, sobre el tema, organizan anualmente el Banco de la República y la Asociación Bancaria de Colombia. Con las conclusiones y recomendaciones formuladas en este tercer gran foro nacional de las principales instituciones financieras, se ofrece al país un valioso documento de estudio y consulta sobre los temas financieros del momento y se da un paso más hacia la estructuración de un verdadero mercado de capitales.

En los últimos meses hemos visto cómo nuestra economía ha sido especialmente afectada por la crisis inflacionaria mundial. Es notable el esfuerzo que debe realizar el nuevo gobierno ante tan difícil situación, si se tiene en cuenta que el proceso inflacionario mundial coincidió en Colombia con el cambio en la administración, y con el anuncio hecho, poco tiempo después, de la declaratoria del "estado de emergencia económica" con la que el nuevo presidente enmarcó una serie de medidas para hacer frente a esta situación. Fue así como el III Simposio se reunió en medio de una atmósfera de grandes expectativas por los profundos cambios en política económica anunciados y efectuados por el equipo económico recientemente incorporado en la dirección del país.

Cobran, de tal manera, especial importancia los planteamientos que en este foro presentara el selecto grupo de renombrados profesionales e investigadores de los sectores público y privado. Por otra parte, con la experiencia adquirida en los simposios anteriores, a nadie escapa la enorme influencia y amplia acogida que tuvieron las recomendaciones allí formuladas, en la política monetaria y crediticia adoptada por el gobierno en los últimos años, con lo que se explica el extraordinario interés y la amplia difusión que tuvieron sus debates. En esta oportunidad se contó con la brillante intervención del doctor Miguel Urrutia, principal impulsor y creador de los eventos de esta índole que han venido celebrándose en Colombia, quien habló en nombre del Departamento Nacional de Planeación.

Vale la pena destacar la nutrida participación con que contó el III Simposio sobre Mercado de Capitales; en efecto, asistieron cerca de 300 representantes de la banca oficial y privada, las compañías de seguros, las corporaciones financieras, los almacenes de depósito, las corporaciones de ahorro y vivienda y, por otra parte, de renombradas entidades de investigación.

Finalmente, queda consignado nuestro reconocimiento a todos los participantes y colaboradores de este gran evento y en forma muy especial a los doctores Germán Botero de los Ríos y Jorge Mejía Palacio, y al doctor Hernando Gómez Otálora, quien asesoró la comisión organizadora.

Queremos agradecer así mismo la eficaz colaboración del doctor José Román Fernández y la acertada organización administrativa dada por los funcionarios del Banco de la República bajo la dirección de Alvaro Salcedo.

OSCAR ALVIAR
Subgerente
Banco de la República

JORGE MARMOREK
Gerente
Asociación Bancaria

CONTENIDO

Prefacio	7
DISCURSO DE APERTURA. Jorge Mejía Palacio, Presidente de la Asociación Bancaria de Colombia.	15
PARTE I. PROYECCIONES DEL SEGUNDO SIMPOSIO SOBRE MERCADO DE CAPITALES	
Capítulo 1. <u>EVALUACION DEL SEGUNDO SIMPOSIO SOBRE MERCADO DE CAPITALES</u>	21
Por Daniel Schlesinger Ricaurte y Fernando Pardo Vargas	
I. Introducción	21
II. Antecedentes y desarrollo del Segundo Simposio sobre Mercado de Capitales	22
III. Política financiera del gobierno en el último año.	25
IV. Conclusiones	29
PARTE II. POLITICA MONETARIA Y ASIGNACION DE RECURSOS	
Capítulo 2. <u>POLITICA MONETARIA Y PRECIOS</u>	33
Por Francisco J. Ortega	
I. Introducción	33
II. Política monetaria y nivel de precios	33
III. El caso colombiano. Tasas de variación en precios y medios de pago	34
IV. ¿Ha sido estabilizadora la política monetaria reciente?	37
V. Conclusión	40
Capítulo 3. <u>INSTRUMENTOS FINANCIEROS, INFLACION, PRODUCCION Y EMPLEO</u>	42
Por Hernando Gómez Otálora, Francisco Pieschacón y Mauricio Carrizosa	
I. Planteamientos del problema	42
1. La inflación en Colombia	42
2. Prioridad política de la estabilización	42
A. Desventajas de la inflación	43
B. Ventajas atribuidas a la financiación inflacionaria	43
C. Inflación, producción y empleo	43
3. Alcance del estudio	44
A. Objetivos	44
B. Interés del tema	44
C. Limitaciones del estudio	45
D. Estudios y experiencia de otros países	45
II. Marco teórico	47
1. Causas de la inflación	47
A. Diversos enfoques para el análisis de la inflación	47
B. El enfoque monetarista	48
2. Cambios en la oferta monetaria	49
A. Esquema teórico	49
B. La experiencia colombiana de los últimos siete años	50
3. Efectos del mercado de capitales sobre la demanda de dinero	50
4. Contribución del mercado de capitales al control de la inflación	50
A. Operaciones de mercado abierto y similares	51
B. Financiación de procesos productivos a mediano y largo plazo	51
5. Eficiencia y estabilidad	51
A. Flexibilidad de las tasas de cambio	52
B. Relación con la política de precios	52
C. Relación con el manejo de la tasa de cambio	52
D. La competencia de los mercados de capitales foráneos	53
III. Bases generales para una efectiva contribución del mercado de capitales al logro de los objetivos prioritarios de la política financiera	53
1. Racionalización del sistema financiero	53
A. Operaciones del Banco de la República	54
B. Fuentes y usos de los recursos financieros	54
C. Razones para la especialización	55

2. Incremento del ahorro estable	56
A. Ampliación de la base de ahorrantes	56
B. El ahorro y la tributación	57
• IV. Contribución del mercado de capitales al logro de los objetivos prioritarios de la política financiera	58
1. El mercado de capitales y la regulación monetaria	58
A. Operaciones de mercado abierto del Banco de la República	58
B. Solución de déficit transitorios de tesorería	59
C. Financiación de actividades productivas del estado	60
D. Financiación del sector cafetero	61
2. Financiamiento de ventas a plazo y de existencias	62
A. Financiación de ventas a plazo	62
B. Financiación de existencias	63
C. Financiación de cartera industrial	63
D. Participación de los bancos y mayor eficiencia	63
3. Financiación de capital de trabajo a mediano plazo	63
A. Necesidad	63
B. Fondo Financiero Industrial	63
C. Utilización de los depósitos a término	64
4. Financiamiento de la vivienda y del desarrollo urbano	64
A. Vivienda popular	64
B. Vivienda para adquirentes de mayores recursos	65
C. Fondo Financiero de Desarrollo Urbano	65
D. Fondo de Ahorro y Vivienda	65
E. El Banco Central Hipotecario como banco de segundo grado	66
5. Financiamiento de inversiones de larga maduración	66
A. Conveniencia de tales inversiones	66
B. Insuficiencia de recursos internos	66
C. Carga financiera excesiva durante el período de maduración de las inversiones.	66

Anexo al Capítulo 3. ✓ LA FINANCIACION DE INVERSIONES A LARGO PLAZO Y EL CONTROL DE LA INFLACION	67
--	----

Por Antonio J. Urdinola

I. Planteamiento del problema	67
II. Análisis	67
III. Implicaciones del análisis	68
IV. Recomendaciones	69

Capítulo 4. ✓ DEFICIT FISCAL, POLITICA MONETARIA Y DISTRIBUCION DE CREDITO	71
--	----

Por Antonio Hernández Gamarra

I. Introducción	71
II. Los conceptos básicos	71
1. La base monetaria	71
2. La demanda por la base monetaria (usos de la base)	72
3. La oferta de la base (origenes de la base)	72
III. El crecimiento de los medios de pago y sus efectos	73
IV. Determinantes del crecimiento de los medios de pago	74
1. La base monetaria	74
A. La balanza cambiaria ajustada	74
B. La contribución del presupuesto nacional	75
C. El crédito interno neto del Banco de la República	78
D. Los depósitos de importación	80
2. El multiplicador de la base monetaria	81
V. Distribución de los recursos financieros	81
1. Crédito al sector público y al sector privado	81
2. Crédito de corto plazo y crédito total	81
VI. Conclusiones y recomendaciones	83

Capítulo 5. ✓ EL SECTOR EXTERNO Y LA POLITICA ECONOMICA	87
---	----

Por Alejandro Figueroa

Pablo Salazar

Antonio J. Urdinola

I.	Introducción	87
II.	Relaciones entre el sector externo de la economía y las políticas monetaria y fiscal	87
	1. El sector externo de la economía	87
	2. Relaciones entre la política monetaria y la cambiaria	88
	A. Promoción de las exportaciones	89
	B. Endeudamiento externo	90
	C. Política de importaciones	90
III.	Evolución de la política comercial y cambiaria durante 1968-1974 y su interacción con la política monetaria y fiscal	91
IV.	Perspectivas a corto y mediano plazo de la balanza de pagos	93
	1. La balanza corriente	93
	2. La balanza de capitales	94
V.	Implicaciones de las perspectivas de la balanza de pagos	95
	1. Sobre las reservas netas	95
	2. La situación fiscal	95
	3. La política monetaria	95
	4. Sobre la producción y el empleo	95
VI.	Conclusiones y recomendaciones	96
	1. Comerciales y cambiarias	96
	A. Promoción de las exportaciones	96
	a. CAT	96
	b. Crédito	97
	c. Tasa de devaluación	98
	B. Política de importaciones	98
	a. Presupuesto de importaciones	98
	b. Consignaciones para pagos al exterior y encaje sobre moneda extranjera	99
	2. Fiscales	99
	3. Monetarias	99

Capítulo 6. LA BANCA DE DESARROLLO EN COLOMBIA: EL CASO DE LAS CORPORACIONES FINANCIERAS

101

*Por Rudolf Hommes
Gabriel Turbay*

I.	Introducción	101
II.	La banca de desarrollo en América Latina: La experiencia de México y Brasil	102
III.	La banca de desarrollo en Colombia	106
	1. Introducción	106
	2. Análisis de flujo de fondos. Corporaciones financieras	108
	3. Actividades de las corporaciones financieras en el mercado institucional del crédito	110
	4. Cartera de inversiones de las corporaciones financieras	117
	5. Distribución sectorial del crédito y la inversión. Corporaciones financieras	122
	6. Conclusiones	123
IV.	Consideraciones críticas sobre la política de crédito en Colombia: El papel de los intermediarios financieros	124
	1. Introducción	124
	2. Características propias de un mercado de capitales eficientes	124
	3. Diferenciación de las tasas de interés por riesgo	124
	4. El intermediario financiero y el manejo del riesgo	125
	5. Los intermediarios financieros y la composición a término de los créditos	126
	6. Conclusiones	129
V.	Recomendaciones	130

PARTE III. LA ECONOMIA DEL SEGURO Y EL MERCADO DE CAPITALES

Capítulo 7. LA INFLACION, EL SEGURO Y SUS INVERSIONES DE CAPITAL

134

Por Camilo Pieschacón Velasco

I.	Introducción	134
II.	Repercusiones de la inflación en la economía del seguro	135
	1. Seguro a primer riesgo	142
	2. Seguro de valor total	143
	3. Seguro parcial	143
	4. Seguro de sumas o de indemnización fija	144
	5. Seguros con franquicias	144

III.	Repercusiones de las mutaciones estructurales en la economía del seguro	145
IV.	La intermediación financiera y la economía del seguro	149
V.	Conclusiones y recomendaciones	152
Capítulo 8.	PARTICIPACION DE LOS ASEGURADOS DE VIDA EN LAS UTILIDADES TECNICAS	154
<i>Por Camilo Pieschacón Velasco</i>		
I.	Introducción	154
II.	Génesis y evolución histórica del sistema de dividendos	155
III.	Orígenes de las utilidades técnicas en los seguros de vida	156
1.	Utilidades por mortalidad	157
2.	Utilidades por interés	159
3.	Utilidades por recargos actuariales	160
IV.	Sistemas básicos de participación en las utilidades técnicas	160
V.	Importancia económica del mecanismo de dividendos	162
VI.	Conclusiones y recomendaciones	164
PARTE IV. MECANISMOS PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES		
• Capítulo 9.	BASES PARA UN MECANISMO DE UNDERWRITING	167
<i>Por Camilo Pieschacón Velasco y Hernán Pérez de Brigard</i>		
I.	Introducción	167
II.	Aspectos teóricos del mecanismo de underwriting	168
1.	Intermediación financiera	168
A.	Función de captación y concentración	168
B.	Función de transformación de riesgos	169
C.	Función de transformación de plazos	169
III.	Funciones económica y financiera del mecanismo de underwriting	173
IV.	Mecanismos de colocación de valores en algunos países	175
1.	Mercado primario de valores	175
2.	Esquema operacional del underwriting	176
3.	Instituciones que realizan underwriting	176
A.	La banca de inversión en Norteamérica	176
B.	Instituciones de Europa y Brasil	176
4.	Operaciones activas y pasivas	177
5.	Legislación y vigilancia del mercado de valores	177
A.	Las comisiones de valores	178
6.	Tipología de las operaciones de underwriting	178
A.	Lanzamiento "firme"	178
B.	Lanzamiento "garantía de suscripción"	179
C.	Lanzamiento "mayor esfuerzo"	179
D.	Lanzamiento "todo o nada"	179
7.	Costos de una operación de underwriting	179
8.	Aspectos operacionales de un lanzamiento	181
9.	Mercadeo de una emisión: Consorcio de underwriting y distribución	183
V.	Mecanismos de colocación de valores primarios en Colombia	183
1.	Actividades de colocación de valores por parte de las corporaciones financieras	184
2.	Ánalisis de la experiencia de las corporaciones financieras	186
VI.	Esquema de un mecanismo para Colombia	187
1.	Instituciones financieras underwriting	187
A.	Niveles de participación. Formación de consorcios	188
2.	Recursos financieros	188
3.	Reglamentación legal	189
4.	Créditos para adquisición de acciones	190
5.	Tratamiento tributario de las ganancias del underwriting	190
6.	Oportunidades a mediano plazo	191
VII.	Resumen y conclusiones	192
Anexo 1.	Compañías inscritas en la Bolsa de Bogotá, con más de 500 accionistas	192
Anexo 2.	Emisiones de acciones. Compañías inscritas en la Bolsa de Bogotá	193

Capítulo 10. EL MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS	194
---	-----

Por la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF)

I. Introducción	194
II. El mercado secundario de hipotecas: Conceptos y antecedentes	195
1. Concepto	195
2. Régimen y factibilidad legal del mercado	195
A. Régimen de la hipoteca en Colombia	195
B. La existencia de hipotecas de segundo grado	196
C. La cesión de créditos hipotecarios	196
D. Emisión de bonos hipotecarios o certificados de participación hipotecaria	197
3. Algunos antecedentes del MSH	198
A. En los Estados Unidos	198
B. En otros países distintos a Colombia	199
C. En Colombia	200
III. El mercado secundario de hipotecas: Factibilidad económica y financiera	201
1. Aclaraciones metodológicas	201
2. El mercado financiero hipotecario institucional	202
A. El Instituto de Crédito Territorial (ICT)	202
B. El Banco Central Hipotecario (BCH)	206
C. Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (Sistema UPAC)	208
3. El mercado financiero hipotecario particular	211
4. El mercado hipotecario propiamente dicho	213
A. El Instituto de Crédito Territorial (ICT)	213
B. El Banco Central Hipotecario (BCH)	214
C. Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (Sistema UPAC)	215
VI. El mercado secundario de hipotecas como alternativa	217
1. Introducción	217
2. Ventajas	218
A. Seguridad	218
B. Estabilización del mercado financiero	218
C. Utilización de garantías	219
D. Política de vivienda	220
3. Las bases de un mercado de hipotecas para Colombia	221
A. El certificado de participación	221
B. El sistema	221
a. Entidades emisoras	221
b. Entidades reguladoras	223
c. La bolsa de valores	223
d. Corredores hipotecarios	223
e. Inversionistas	223
DISCURSO DE CLAUSURA. Miguel Urrutia Montoya. Jefe del Departamento Nacional de Planeación.	225

DISCURSO DEL DOCTOR JORGE MEJIA PALACIO, PRESIDENTE DE LA ASOCIACION BANCARIA, AL INSTALAR EL III SIMPOSIO SOBRE MERCADO DE CAPITALES

Señores:

Nos congregamos hoy en este Tercer Simposio sobre Mercado de Capitales en Colombia bajo los signos de una inquietante situación internacional económica y política que está influenciando nuestro presente y necesariamente influenciará nuestro futuro y dentro de las incertidumbres de un cambio de estructuras y de reformas audaces como las que viene adelantando el doctor Alfonso López Michelsen en sus primeros sesenta días de gobierno.

No sería de extrañar que a pesar de la esmerada preparación que los organizadores le han dado a este Simposio, de la calidad de sus temas y de la elevada categoría intelectual de quienes habrán de desarrollarlos, como ponentes o como panelistas, el torrente de los acontecimientos internos y externos supera nuestras previsiones y pudiéramos quedarnos un tanto al margen de las realidades del presente y de las fatalidades del porvenir. Pero reuniones como estas, en las que participan por tercera vez las más claras inteligencias colombianas, sin otro afán ni otro compromiso que el de ofrecer las mejores soluciones a la problemática nacional, siempre son útiles porque contribuyen, cualquiera que sean las circunstancias, a movilizar fértiles ideas y a crear vastos consensos de opinión sobre políticas y soluciones que acaban por imponerse finalmente.

Esa ha sido la experiencia de los otros dos Simposios organizados por el Banco de la República y por la Asociación Bancaria, cuyos satisfactorios resultados han movido a estas dos instituciones a promover este tercero y posiblemente a institucionalizarlos para el futuro como el más alto mecanismo para la formación anual de una política financiera del país.

EL SIMPOSIO DE 1973

Me corresponde abrir este debate con un recuento o balance de las principales ideas que se agitaron en el Simposio celebrado hace un año en Medellín, y el papel que ellas han jugado en la evolución de nuestra política financiera. El Departamento Económico de la Asociación Bancaria a cargo del reputado economista doctor Fernando Pardo Vargas conjuntamente con el doctor Daniel Schlesinger Ricaurte del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República ha preparado un documento detallado sobre el tema que será circulado entre los asistentes y por lo tanto mi intervención se limitará a los hechos más salientes.

NIVELACION DE TASAS DE INTERES

El tema de mayor impacto en la reunión de Medellín fue sin duda alguna el de la anarquía en las tasas de interés y su influencia negativa en el mercado financiero. En un equilibrado enjuiciamiento de la política monetaria presentado por el doctor Francisco Ortega, al poner de relieve las distorsiones estructurales que impidieron a la Junta Monetaria alcanzar sus objetivos de estabilización, anotaba como una de las causas básicas "la imposibilidad de controlar el dinero base debido a la inoperante estructura de las tasas de interés y a la excesiva rigidez de las instituciones del sector".

Dicha tesis vino a reforzarse con la persuasiva ponencia presentada por los doctores Hernando Gómez Otálora y Fernando Pardo Vargas, quienes en un amplio y documentado estudio subrayaron la superficialidad de la política redituaria por cuanto las tasas de interés, son sus palabras "puede afirmarse, en términos generales, que no resultan del libre juego de la oferta y la demanda, por dinero y otros activos financieros, ya que siempre ha existido una intervención del Estado, más o menos acentuada, directa o indirecta en su señalamiento". De aquí que dichas tasas tengan en buena parte como rasgos principales, en gran variedad y dispersión, su falta de flexibilidad, su bajo nivel con re-

lación al de equilibrio en muchas de ellas; el empleo de exenciones tributarias; los subsidios en las inversiones forzosas; la diversidad de redescuentos en el Banco de la República.

Sobre estas líneas se fue creando en el Simposio un gran consenso sobre la necesidad de reestructurar las tasas de interés colocándolas dentro de las realidades del mercado de dinero, tesis que ha tenido el favor de las autoridades que en diversas etapas han ido buscando un precio del dinero alrededor de una tasa media que en ese entonces se estimó en 23% y en torno a la cual figuran hoy los Títulos de Participación del Banco de la República (19.5 a 20.5%); los certificados de depósito a término emitidos por los Bancos (24%); las UPACS o unidades de valor constante (24 y 25%); los bonos cafeteros (19%); los bonos de las Corporaciones Financieras (18%); los bonos de algunas empresas como Coltejer (21%); Fabricato (23%); Coltavaco (23%); las Cédulas del Banco Central Hipotecario y los Bonos de Desarrollo Económico que con sus exenciones rentan entre el 21 y el 22%. Paralelamente ha habido un alza en las tasas de interés autorizadas a los bancos que van desde el 15% en créditos del Fondo Financiero Agrario hasta el 29% en préstamos con fondos provenientes de los certificados de depósito. Hay pues un importante volumen de operaciones financieras cuyo costo o rendimiento es relativamente similar y que van integrando un mercado de capitales que con algún mayor refinamiento puede llegar a servir los fines de nuestro desarrollo con la eficacia de otros mercados similares del mundo.

Otro punto de gran atención en el Simposio de Medellín fue el relacionado con el control monetario. Tradicionalmente el encaje ha sido el instrumento socorrido para la regulación de la oferta monetaria no obstante que desde 1923 en la Ley orgánica del Banco de la República se consagraba ya otros instrumentos como las operaciones de mercado abierto. Francisco Ortega en su excelente estudio de hace un año, afirmaba que una de las limitaciones básicas de la Junta Monetaria para regular la cuantía de los medios de pago era "la carencia de instrumentos más ágiles y efectivos como las operaciones de mercado abierto", tesis que recogida por la Asociación Bancaria ante su preocupación por los crecientes encajes que agobian al sistema bancario, se ha ido abriendo paso en los últimos tiempos. El Banco de la República en lo corrido de este año ha efectuado operaciones muy importantes de mercado abierto o asimilables a ellas que van desde sus Títulos de Participación, cuyas colocaciones ascienden a 303 millones de pesos, hasta los depósitos de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda por un promedio de 1.500 millones de pesos y los Títulos de Fomento Agropecuario en promedio de 1.000 millones aproximadamente. Estas contracciones han influido muy seguramente en el comportamiento de los medios de pago que en lo corrido del año apenas acusan un crecimiento del 5.1%, cifra que hoy podemos considerar baja si se la compara con la tasa de inflación y con el crecimiento de la economía en términos reales.

Otro de los tópicos favoritos del Segundo Simposio fue el referente a los sistemas o instrumentos de captación de ahorro. El panorama de ese entonces era el de un mercado dominado por el sistema de valor constante que amenazaba con desplazar los más tradicionales como las Cédulas Hipotecarias y las Cajas de Ahorro. El Simposio llegó a conclusiones muy concretas que aunque reconocían la innegable importancia del sistema UPAC le negaban exclusividad frente a otras formas de ahorro e indicaban la necesidad de restablecer el equilibrio. Esta idea tuvo su aplicación a través de resoluciones como la 51 de este año que constituyó el despegue para los certificados de depósito a término emitidos por los bancos y que hoy ascienden a 1.283 millones de pesos; o del Decreto 1730 que elevó las tasas de interés de las cuentas en Cajas de Ahorro del 8.5% al 12% o de los bonos cafeteros emitidos por la Federación Nacional de Cafeteros; sistemas todos estos que han podido competir en el mercado con las unidades de valor constante limitadas hoy en su corrección monetaria, dando variedad al ahorro.

Un cuarto tema de análisis fue el referente a las exenciones tributarias especialmente en papeles del Estado y en general al uso de subsidios como medio para capitalizar a bajo costo entidades consideradas de servicio social o para aumentar los ingresos del Estado como los bonos de desarrollo económico. Refiriéndose a ellas decían los doctores Gómez Otálora y Fernando Pardo Vargas en su estudio sobre "Las Tasas de interés en

Colombia": "El sistema de exenciones se juzga inconveniente porque afecta el equilibrio presupuestal y merma la participación del Estado en el ahorro interno como consecuencia de la reducción de sus ingresos corrientes; tienen el defecto de no ser exactamente cuantificables y de no aparecer en el presupuesto nacional, razones por las cuales la opinión pública, el Congreso Nacional y el propio Ejecutivo carecen de suficientes elementos de juicio para valorar su costo y para apreciar su beneficio económico y social; desde el punto de vista de la distribución del ingreso tienen un perjudicial efecto negativo porque benefician más a los contribuyentes con altas escalas de tributación que son supuestamente quienes perciben mayores ingresos, en tanto que favorecen menos a los pequeños contribuyentes, personas de bajos ingresos. En materia de préstamos, el subsidio que tienen la mayor parte de las tasas de interés, reviste dos modalidades principales: la exigencia de destinar a préstamos subsidiados determinados porcentajes de colocación de los bancos (cartera requerida de Fomento); y los sistemas de redescuento en el Banco de la República que permiten elevar el rendimiento de los préstamos redescuentables al obtener recursos de dicho Banco con tasas menores a las que pagan los clientes".

La reforma tributaria actualmente en proceso de promulgación por el Gobierno recoge en toda su extensión la idea del Simposio de eliminar las exenciones tributarias, limitándolas a papeles emitidos con anterioridad en reconocimiento de un derecho adquirido. Orientación que desafortunadamente ha sido aplicada con efecto retroactivo a todo el año fiscal de 1974 lo que podrá crear serios problemas a los bancos, a las instituciones financieras y a las sociedades al momento de la repartición de utilidades por las dificultades para mantener sus pasados dividendos.

El Banco de la República presentará a este Simposio sus puntos de vista sobre la política seguida por él, respecto al redescuento. Este punto también fue materia de análisis en el Simposio de 1973 en que Francisco Ortega lo calificó como un intento de "complementar el ahorro con crédito de largo plazo del Banco de la República creando nuevas fuentes de expansión monetaria que contribuyen apreciablemente a desequilibrar el mercado monetario y la política de la Junta". Y afirmaba que el sistema monetario necesita evaluar las múltiples formas de redescuento con que hoy en día se entregan recursos financieros al mercado a fin de reestructurar varias de las fuentes autónomas generadas de crédito del Banco de la República que aumentan el dinero base, como es el de la financiación a mediano y largo plazo.

Antonio Herrández Gamarra en un estudio preparado para la Asociación Bancaria, decía refiriéndose a los Fondos Financieros manejados por el Banco de la República: "Lo fundamental en este aspecto es que los dichos fondos no constituyan una fuente de perturbación monetaria, como sucede hoy en día". Y aconsejaba que se nutrieran exclusivamente del ahorro privado a través de colocación de títulos propios o del presupuesto nacional cuando se tratase de financiar actividades que realmente requiriesen de un subsidio.

Sobre estas mismas bases se ha venido adelantando una revisión de todo el mecanismo de redescuento que hasta ahora se ha materializado en la supresión de todos los cupos especiales y extraordinarios de los bancos en el Banco de la República, manteniendo sólo el ordinario pero limitado en su utilización a verdaderos casos de emergencia y por un período muy corto, eliminación que ha sido acompañada de una baja del encaje legal, a la cual deberían seguir otras como compensación necesaria a los recursos que se ciegan para los bancos comerciales.

Un sexto tema del Simposio de 1973 fue el referente al régimen de las inversiones forzosas. En un extenso y bien fundamentado estudio sobre la Economía del Seguro y la Formación de Capital, presentado por los doctores Camilo Pieschacón, Rodrigo Jaramillo, Humberto Cortés y Ramón Eduardo Madriñán, se aconsejaba modificar el régimen de inversiones forzosas de las Compañías de Seguros para limitarlas a un mínimo de sus reservas técnicas y matemáticas y aumentar su rentabilidad, seguridad y liquidez. El decreto 1729 de agosto pasado atiende en forma muy sustancial a estos requerimientos, lo que viene a fortalecer el mercado financiero por la gran importancia que tienen para él las Compañías de Seguros.

Esta es la que pudiéramos llamar la fase positiva del Simposio de 1973, cuyas repercusiones se han hecho y se están haciendo sentir en la evolución de nuestro sistema fi-

nanciero. No ocurrió lo mismo en materias como las concernientes a la formación de capital social. Con base en estudios muy concretos de los doctores Camilo Pieschacón y Miguel Angel González, el Simposio examinó a espacio los problemas que confrontan las sociedades por causa del anticuado sistema de depreciaciones; la posición desfavorable de sus acciones en el mercado de valores; la falta de estímulos para la financiación por medio de retención de utilidades; la carencia de otros sistemas de financiación como los certificados "Leasing" o las operaciones de "underwriting".

En este campo hay que confesar que nada hemos avanzado y que por el contrario las reformas en curso aparentemente tienden a serles más adversas, en los momentos en que el país necesita aumentar su producción en todos los campos como remedio a la inflación. Al menos no es muy claro el efecto que puedan tener sobre las sociedades y especialmente en materia de formación de capital los gravámenes a las utilidades ocasionales; el aumento de las tarifas a las sociedades de personas; la supresión de las exenciones sobre una porción inicial de la inversión y de los dividendos; o el gravamen en "cascada" sobre las utilidades de las sociedades en otras sociedades.

Este esquemático balance entre las ideas fundamentales del Simposio de 1973 y el curso que han tomado las autoridades en 1974, demuestra al menos la orientación correcta de quienes intervinieron en la apreciación de los fenómenos y en formulación de las soluciones. Y un argumento más para que la Asociación Bancaria y el Banco de la República insistan en la necesidad de institucionalizar estos Simposios manteniéndoles su independencia y su alto nivel técnico para que puedan seguir siendo el foro más alto de la nación en la búsqueda de un mejor porvenir económico y social.

Parte I

**PROYECCIONES DEL SEGUNDO
SIMPOSIO SOBRE MERCADO
DE CAPITALES**

Capítulo 1

EVALUACION DEL SEGUNDO SIMPOSIO SOBRE MERCADO DE CAPITALES

Daniel Schlesinger
Fernando Pardo

I- Introducción

El Banco de la República y la Asociación Bancaria, conscientes de la importancia de estudiar los problemas del mercado de capitales en Colombia, han querido realizar nuevamente este año un Simposio sobre la materia. Esta reunión permitirá entre otras cosas discutir ampliamente la trayectoria seguida por las entidades que conforman el mercado financiero, los efectos de las medidas de política económica tomadas al respecto y las perspectivas que se presentan al desarrollo económico y financiero del país.

Antes de referirnos al desarrollo reciente del mercado de capitales colombiano, vale la pena recordar algunos acontecimientos importantes que han venido gravitando sobre el ámbito económico nacional e internacional.

A finales de la década pasada, los gastos de guerra y la asistencia financiera a otros países se reflejaron en el déficit en la balanza de pagos de los Estados Unidos, creándose un flujo de liquidez creciente hacia los países europeos y el Japón, especialmente. Estos flujos distorsionaron las políticas de estabilización de los países industrializados, erosionando las paridades de las monedas con respecto al dólar de los Estados Unidos, sistema que en forma general venía operando desde la Conferencia de Bretton Woods realizada en 1944.

Muchos países europeos abandonaron el sistema de paridades, dejando que sus monedas flotaran de acuerdo con las fuerzas de oferta y demanda o adoptando paridades de cambio múltiples. La presión sobre la Tesorería de los Estados Unidos para cambiar parte de las tenencias de dólares por oro, la posterior suspensión de la convertibilidad, las devaluaciones realizadas por este país, el aumento en el precio del oro a niveles superiores a US\$100 la onza troy y, en general, la inestabilidad cambiaria, hicieron que en reuniones internacionales se tomaran decisiones sobre el reordenamiento conjunto de paridades.

La desaparición del acuerdo monetario que había operado durante cerca de 25 años, ha producido una serie de sistemas tales como la flotación de monedas en forma independiente, el mantenimiento de márgenes con respecto a una determinada moneda, o el de márgenes mutuos entre un grupo de países.

Actualmente los países miembros del Fondo Monetario Internacional están de acuerdo en la necesidad de reformar el sistema monetario. Se ha venido estudiando, en unión de las autoridades financieras de cada país, la forma de ordenar y reducir las especulaciones en los mercados financieros mundiales. Sin embargo hasta ahora no se ha llegado a resultados concretos sobre el particular.

Aunque el aumento general de precios había venido presentándose desde hacia una década, de dos años para acá el proceso inflacionario se ha acelerado rápidamente en el mundo. Se atribuyen como causas principales las políticas financieras y de balanza de pagos de algunos países industrializados, los aumentos de precios de algunos bienes primarios y el alza en los precios del petróleo en los mercados internacionales. En lo que va corrido de esta década, varios países industrializados han tenido tasas de inflación altas, que superan en ciertos casos el 15% anual. Por otra parte, el volumen de la producción total en estos países ha venido declinando en los últimos años, con los efectos negativos que pueden esperarse sobre las economías de los países en desarrollo.

Los problemas de balanza de pagos se han venido agudizando a consecuencia de los altos precios del petróleo, lo cual se ha sumado a situaciones de pagos internacionales bastante precarias existentes con anterioridad. Grandes cambios se están produciendo en las balanzas de pagos de los países importadores y exportadores de crudo. Se espera que parte del enorme superávit de estos últimos, que puede llegar a US\$54.000 millones en este año, se vaya canalizando hacia países importadores de petróleo, ya sea directa o indirectamente, a través del mercado de capitales internacional, y que la mayor afluencia de capital a los países importadores de petróleo, en su gran mayoría subdesarrollados, sirva para aliviar transitoriamente la situación creada por los altos precios del petróleo y de otros bienes.

Pasando al plano nacional, de los factores que acabamos de mencionar posiblemente fue la inflación la que más repercusiones tuvo en nuestra economía y, muy especialmente, en nuestro mercado de capitales. En efecto, hacía muchos años Colombia no había sufrido las consecuencias de un alza en el costo de la vida tan aguda como la que vivió el año pasado. Por consiguiente los esfuerzos del gobierno se encaminaron primordialmente a tratar de reducir el proceso inflacionario. Fue así como se tomaron medidas relacionadas con encajes bancarios, cupos de redescuento, topes de colocaciones, operaciones de mercado abierto y depósitos de importaciones, etc., dirigidos a frenar el desmedido crecimiento de los medios de pago.

Puede decirse que los intentos de controlar la oferta monetaria han sido benéficos. No obstante se necesita buscar nuevos instrumentos que permitan un control más real y un manejo más eficaz sobre el crédito y la moneda.

Al no tomarse medidas oportunas sobre el mercado de capitales, las tasas fijas de rendimiento nominal de la mayor parte de los papeles representativos del ahorro nacional quedaron durante algún tiempo a niveles considerablemente inferiores al de la tasa de inflación, con el consiguiente desestímulo para quienes utilizaban instrumentos tradicionales de ahorro. Por consiguiente, únicamente el papel que estaba directamente protegido contra la inflación logró atraer un monto considerable de los recursos de ahorro del país. Este fenómeno, agravado por el hecho de que los recursos se encauzaban hacia un sólo sector de la economía, produjo una serie de distorsiones y transferencias que afectaron notablemente el desarrollo normal del mercado de capitales colombiano. Las diferentes medidas tomadas por el gobierno sobre esta situación han tratado de lograr dos fines primordiales; reestructurar las tasas de interés de los instrumentos de captación de ahorro a un nivel más competitivo y real, y modificar el sistema de valor constante, fijando topes máximos de rendimiento, disminuyendo en parte su liquidez, ejerciendo un mayor control sobre sus operaciones, etc.

Las últimas medidas tomadas no sólo intentan hacer frente al problema de la inflación, sino que buscan una base más sólida y realista del mercado, atraer fondos financieros anteriormente fuera del control de las autoridades monetarias, y crear una mayor competencia entre los distintos títulos-valores.

II- Antecedentes y desarrollo del II Simposio sobre mercado de capitales

El Simposio sobre mercado de capitales celebrado en 1971, fue la primera reunión de este tipo realizada en Colombia. Se presentaron trabajos que trataron temas relacionados con el ahorro, los intermediarios financieros y la estructura de la financiación a nivel macroeconómico. Así mismo se hizo una evaluación bastante completa de la política

económica seguida en el pasado. Los trabajos presentados y las conclusiones obtenidas, sirvieron al Grupo de Estudios de las Instituciones Financieras para analizar la situación del mercado de capitales y de algunas instituciones que participaron en él. Es de anotar que este primer Simposio creó conciencia de los problemas existentes en el mercado de capitales, hizo que se pensara en forma más estructurada sobre los problemas existentes en él y preparó el terreno para la realización de posteriores reuniones de este tipo.

El año pasado se celebró en Medellín entre el 4 y el 6 de octubre el II Simposio sobre Mercado de Capitales, denominado Simposio sobre Ahorro y Crédito, patrocinado, como el actual, por el Banco de la República y la Asociación Bancaria. Semejante al realizado en 1971 y al que hoy damos comienzo, participaron en él personas de diversas disciplinas interesadas directamente en estos problemas.

En cuatro partes principales se han agrupado las ponencias presentadas en el Simposio de 1973.

El primer tema, "Proyecciones del primer Simposio sobre Mercado de Capitales", estuvo cubierto por el trabajo "Evaluación de los efectos del Simposio sobre Mercado de Capitales - 1971" presentado por el Dr. Daniel Schlesinger. En él se analizan sus antecedentes y desarrollo, se comentan los trabajos presentados y los resultados obtenidos de la reunión. En seguida se discuten las medidas relacionadas con el mercado de capitales y la política crediticia tomadas a partir de 1971. Finalmente se hace referencia a hechos de enorme trascendencia en la economía del país, tales como el Plan de Desarrollo, el proceso inflacionario y la crisis monetaria internacional.

El tema relacionado con la influencia de la política económica en el mercado de capitales se trató en cuatro trabajos. El primero, titulado "Notas sobre políticas recientes en materia de moneda y crédito" por el Dr. Francisco Ortega, muestra cómo "la autoridad monetaria ha desarrollado una política orientada muy claramente a buscar como meta básica que la cuantía de los medios de pago sea la adecuada para cumplir los objetivos de estabilidad y además orientar en forma general parte del crédito a actividades consideradas como prioritarias"⁽¹⁾. Se hace hincapié en la carencia de instrumentos más ágiles, en la dificultad de realizar operaciones de mercado abierto y en la imposibilidad de controlar el dinero base, debido a la inoperancia de la estructura de las tasas de interés y a la rigidez de las instituciones del sector financiero. Finalmente, el autor considera necesaria una reestructuración de las tasas de interés, junto con una nueva actitud "por parte de las instituciones bancarias, permitiendo una mayor competencia, liberalizando hasta donde sea posible su funcionamiento con el fin de crear un más amplio mercado financiero".

"La política económica y el mercado bursátil" del Dr. Camilo Pieschacón fue el trabajo presentado a nombre de la Bolsa de Bogotá. En él se describe el proceso de descapitalización experimentado por la sociedad anónima en Colombia, cuyas causas principales se encuentran en el obsoleto sistema de depreciación basado en el costo histórico de los activos; en la disminución de la capacidad para generar recursos propios y utilidades; en la falta de estímulos para finanziarse internamente; en la existencia de tasas de interés más atractivas en otras formas de ahorro; y en la ausencia de otros sistemas de financiación entre los que pueden nombrarse los certificados de participación, los certificados "leasing", y las operaciones "underwriting". Con el fin de eliminar los obstáculos que no permiten una buena capitalización de la sociedad anónima y de hacer más eficiente el mercado bursátil, se anotan importantes recomendaciones dirigidas tanto a la empresa privada como al gobierno.

Los Drs. Hernando Gómez Otálora y Fernando Pardo Vargas presentaron el estudio titulado "Las tasas de interés en Colombia - Perspectiva general", el cual describe y analiza la estructura de las tasas de interés para ahorro y para préstamo, incluyendo las

¹ Ortega, Francisco. "Políticas recientes en materia de moneda y crédito" en *El Mercado de Capitales en Colombia, Ahorro y Crédito - 1973*. Banco de la República y Asociación Bancaria de Colombia. Editorial Tercer Mundo, 1974.

operaciones de redescuento del Banco de la República, y presenta algunas recomendaciones sobre la política a seguir al respecto. Considera que la inoperancia de los mecanismos del mercado para determinar la tasa de interés se debe en buena parte a la acción estatal. Entre los rasgos principales de nuestras tasas de interés se anotan su gran variedad y dispersión, su falta de flexibilidad, su bajo nivel con relación al de equilibrio, y la existencia de subsidios a través de exenciones tributarias, en lo referente a tasas sobre ahorros; por otra parte se hace referencia a la exigencia de destinar ciertos porcentajes de las colocaciones de los bancos a préstamos con tasas bajas de interés y a los sistemas de redescuento del Banco de la República".

Los Drs. Camilo Pieschacón, Rodrigo Jaramillo, Humberto Cortés y Ramón Eduardo Madriñán presentaron a nombre de ASECOLDA y de las sociedades de capitalización, el estudio titulado "La Economía del seguro y la formación de capital". En él se demuestra cómo estas compañías carecen de estímulos para la formación de capitales, y se formulán varias propuestas para modificar tal situación.

Cuatro estudios analizaron el tema de la captación de ahorro en Colombia. El trabajo del Dr. Carlos Rodado titulado "El ahorro personal en Colombia y el Plan de Desarrollo Económico y Social", estudia el ahorro doméstico de acuerdo con las cifras dadas por las cuentas nacionales y muestra la composición del ahorro personal utilizando estimativos del Banco de la República y de Planeación Nacional, con lo que señala que la tasa de ahorro para Colombia ha sido históricamente muy baja; luego examina muy detenidamente el sistema de ahorro y préstamo para vivienda, el sector construcción y los resultados obtenidos con el sistema UPAC.

"El ahorro en el sistema bancario" presentado por el Dr. Jorge Marmorek, hace un detallado análisis del desarrollo del ahorro dentro del sistema a través de un cuidadoso estudio sobre los depósitos a término, los certificados de depósito, el ahorro contractual, las cédulas hipotecarias y la financiación a través de los instrumentos tradicionales de la Caja Agraria y del Banco Central Hipotecario. Posteriormente se comentan algunos estudios relacionados con el perfil del ahorrador. Finalmente se sugieren algunos cambios con el objeto de continuar con un ritmo de crecimiento de los ahorros captados por el sistema bancario.

El tema relacionado con el sistema de valor constante estuvo representado específicamente por dos trabajos. El primero de ellos "El sistema de valor constante y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda", de los Drs. Gabriel Rosas y Luis Guillermo Soto, presenta un análisis del sistema, de sus características, de las modalidades del crédito que concede y de los diferentes sistemas de amortización que aplican las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. Además se examinan sus ventajas haciendo hincapié en la creación de ahorro, en el acceso al crédito, en el reordenamiento que experimenta el sector de la construcción, en el desarrollo de la industria que produce insumos para esta última y en su estímulo a la movilidad social. Finalmente se estudian los principales obstáculos al sistema. El segundo trabajo sobre el tema, "Análisis del sistema de valor constante" presentado por el Dr. Francisco Pieschacón, comenta las ventajas y desventajas del mismo. Considera acertada la eliminación de distorsiones creadas en un proceso inflacionario y anota los principales errores que en Colombia se están cometiendo, tales como no diferenciar los componentes de la tasa de interés real, considerar qué activos financieros con diferente riesgo y liquidez deban tener igual rendimiento, confundir liquidez primaria y secundaria, generar distorsiones en las tasas de interés y otras consideraciones prácticas de gran validez.

La parte correspondiente a la asignación de recursos para el desarrollo estuvo cubierta por el trabajo presentado a nombre de las Corporaciones Financieras por el Dr. Miguel Angel González, titulado "El crédito de fomento a la industria en Colombia". El autor analiza varios problemas que presenta el crédito de fomento a la industria, comentando su evolución y resultados. Se mencionan los avances logrados por la industria manufacturera del país en los últimos años, a pesar de que factores inflacionarios han afectado la estructura financiera llevándola a niveles bastante altos de endeudamiento. Considera la necesidad de corregir las causas de la descapitalización de las empresas, que se origina principalmente en el sistema de depreciación vigente. A pesar de haberse

modificado los incentivos a los inversionistas en acciones de sociedades anónimas, por medio de la Ley 6a. de 1973, no se han obtenido los resultados que serían deseables.

Dentro del tema central del Simposio, se destacaron dos tópicos, el sistema de valor constante y las tasas de interés, a los cuales se refirieron gran parte de los trabajos presentados y discusiones suscitadas posteriormente.

Se demostró que el nuevo sistema de valor constante había resultado exitoso en su objetivo de captar un volumen considerable de ahorro en una situación inflacionaria, proporcionando los fondos que permitieran llevar a cabo una de las estrategias del Plan de Desarrollo. No obstante se reconoció en él una serie de deficiencias que admitían corrección, dada la flexibilidad que se le dio al sistema. Las principales modificaciones sugeridas se relacionaban con la nivelación de su rendimiento frente a los de otros papeles del mercado, evitando así transferencias provenientes de otros activos financieros; estudiar el problema de la liquidez del UPAC, eliminar la exención tributaria al ajuste monetario del mismo; permitir un mayor acceso a los fondos captados por parte de otros sectores; y, finalmente, ejercer mayor control sobre las operaciones del sistema.

El problema de las tasas de interés estuvo ampliamente debatido en la reunión. En lo que concierne al rendimiento efectivo de los instrumentos tradicionales de captación de ahorro se presentaron una serie de recomendaciones tendientes a elevar la tasa de interés sobre determinados activos financieros tradicionales, para lo cual se requeriría la eliminación de las inversiones forzosas, y la elevación de la tasa de interés nominal para los certificados de depósito.

Por su estrecho vínculo con los instrumentos de captación de ahorro y con la política monetaria en general, hubo grandes críticas de fondo a la estructura prevaleciente, rígida e inoperante, de las tasas de interés. Se sugirió una reestructuración de ellas basada en una mayor competencia entre los distintos activos financieros, para lo cual se requería dejar obrar más libremente las fuerzas de oferta y demanda del mercado. En parte se atribuyó a la misma acción estatal la inoperancia de los mecanismos que determinan las tasas de interés. Lo anterior ha llevado a la gran variedad y dispersión de tasas. La exagerada intervención estatal ha conducido a la fijación de límites máximos de rendimiento y la política de subsidios y exenciones ha promovido el empleo ineficiente de escasos recursos de capital, agudizando el problema mencionado. Adicionalmente se recomendó elevar el rendimiento de algunos activos financieros, tales como las cédulas hipotecarias, y elevar la tasa de interés para préstamos ordinarios de los bancos.

Se presentó una serie de recomendaciones relacionadas con el fomento de la autofinanciación de las sociedades a través de utilidades retenidas, con estímulos para los inversionistas institucionales y con la creación de secciones de inversión en los bancos comerciales que permitieran la realización de operaciones "underwriting". También se consideró la necesidad de modificar el actual sistema de depreciación basado en el costo histórico, que no reconoce el alto valor de la reposición de activos.

Las compañías de seguros y sociedades de capitalización, luego de señalar la carencia de estímulos para la formación de capitales en sus compañías, propusieron aligerar la legislación sobre inversiones forzosas y aconsejaron el otorgamiento de algunos incentivos tributarios semejantes a los que reciben otros papeles financieros.

Finalmente las corporaciones financieras recomendaron una ampliación de recursos y una mayor elasticidad de las modalidades de los fondos y líneas de crédito administrados por el Banco de la República. Así mismo sugirieron mejorar los instrumentos de ahorro de las corporaciones financieras permitiendo que estas pudieran tener mayor capacidad de emisión de bonos de fomento.

En general las conclusiones del Simposio estuvieron dirigidas al saneamiento de la política monetaria y financiera. Más que medidas de corto plazo, el conjunto aquí presentado busca crear una verdadera competencia entre los diferentes títulos-valores y lograr una mejor estructuración del mercado de capitales colombiano.

III- Política financiera del gobierno en el último año

Dentro del conjunto de medidas tomadas se destacan aquellas conducentes a nivelar las tasas de interés de los instrumentos de captación de ahorro.

Con relación al ahorro tradicional, el Decreto 1730 de este año elevó la tasa de interés que se pagaba sobre los depósitos en las Cajas de Ahorro y Secciones de Ahorro de los Bancos, del 8.5% anual al 12% anual, pagadero trimestralmente sobre saldos mínimos. Respecto a sus inversiones forzosas, el decreto citado las liberó gradualmente. No se modificó el régimen anterior respecto de la inversión de parte del encaje legal sobre depósitos de ahorro en cédulas del Banco Central Hipotecario, pero la porción no sujeta a encaje puede ahora invertirse en la adquisición y descuento de documentos de crédito hipotecario del sistema UPAC, en inversiones u operaciones de crédito ordinario o de fomento con tasas de interés del 24% anual y en valores de renta fija emitidos por entidades de derecho público, establecimientos de crédito o sociedades anónimas nacionales. En esta forma, las Cajas de Ahorro y las Secciones de Ahorro de los Bancos pueden obtener un mayor rendimiento sobre su portafolio financiero y elevar así la tasa de interés que deben reconocer en la actualidad.

La emisión de "Certificados de depósito a término" a los cuales se refiere la Resolución 12 de este año de la Junta Monetaria⁽²⁾, tuvo como objetivo principal la captación de ahorro para dirigirlo a actividades determinadas. La emisión podía hacerse hasta por una cuantía equivalente al 50% del capital y reserva de los establecimientos bancarios que los expidieran. Estos certificados son nominativos y quedó a opción de los bancos la determinación de su tasa de rendimiento. Sin embargo, la autoridad monetaria dispuso que los préstamos realizados con los fondos captados, deberían llevar una tasa de interés máxima del 24% anual. Posteriormente, por medio de la Resolución 51⁽³⁾, se reestructuró el sistema anterior de estos certificados, fijándoles una tasa de interés hasta del 24% anual. Se estableció, por otra parte, que la tasa de interés de las operaciones activas realizadas por los bancos con estos recursos no puede exceder de 5 puntos a la que reconozcan sobre dichos certificados. En esta forma se ofrece al ahorrador una tasa de interés atractiva que puede competir con la vigente en el mercado extrabancario.

En noviembre del año pasado la Junta Directiva del Banco Central Hipotecario elevó la tasa de interés de sus cédulas hipotecarias de un nivel de 9.5% anual pagadero trimestralmente, a un 12.5%, lo que significa un rendimiento efectivo del 15.3% teniendo en cuenta el descuento. Con esta medida se ajusta el rendimiento de las cédulas que se encontraban en una situación desventajosa con relación a otros papeles financieros y que había llevado a una disminución fuerte de los montos colocados en ellas.

A principios de octubre del año pasado se elevó igualmente la tasa de interés de los bonos de desarrollo económico - clase B, de 11% a 15%⁽⁴⁾. Estos se colocan en el mercado con un descuento del 5% con lo que su rendimiento real quedó aproximadamente en 15.8%. Se trata así de colocar a los bonos de desarrollo, los cuales han contribuido al crédito del gobierno desde 1961, en una mejor posición con respecto a las tasas de interés en el mercado. En febrero de este año, se decretó una nueva emisión por valor de \$1.320 millones —emisión 1974, clase B—⁽⁵⁾ con igual tasa de interés y un período de madurez de 10 años.

En lo concerniente a la tasa de interés para préstamos de los bancos comerciales, se tomaron medidas sobre tasas para préstamos ordinarios y de fomento a la industria, sobre préstamos originados con recursos del Fondo de Inversiones Privadas y finalmente se reglamentaron los préstamos a través del Fondo Financiero Agropecuario.

La Junta Monetaria señaló en febrero de este año⁽⁶⁾ una tasa del 16% para los préstamos a corto plazo de los bancos. Posteriormente⁽⁷⁾ autorizó una tasa máxima del 17% anual a los créditos de fomento a la industria regulados por el Decreto 384 de 1950. Respecto de las tasas de interés autorizadas a los intermediarios financieros para crédi-

² Resolución 12 de febrero 27/74 de la Junta Monetaria.

³ Resolución 51 de agosto 14/74 de la Junta Monetaria

⁴ Decreto 2069 de octubre 8/73.

⁵ Decreto 225 de febrero 13/74.

⁶ Resolución 11 de febrero 20/74.

⁷ Resolución 27 de mayo 15/74.

tos con recursos del Fondo de Inversiones Privadas(8), se señalaron tasas entre el 17.5% para préstamos con plazos de 1 a 5 años, hasta el 20% para préstamos hasta 10 años. Estas medidas sobre tasas de interés para préstamos reconocen un costo más real del dinero para las entidades bancarias, contribuyendo al logro de una mejor utilización de tales recursos.

Las medidas sobre préstamos del Fondo Financiero Agropecuario tuvieron por objeto fijar plazos, tasas de interés nominales, tasas y márgenes de redescuento y períodos de gracia de algunas actividades financierables. Así mismo se señalaron montos para la financiación de determinados cultivos dentro del programa del Fondo. Estas medidas llevaron a la existencia de una serie de tasas de rendimiento efectivo muy variado, lo que presentaba dificultades administrativas y distorsionaba la estructura de tasas de interés sobre préstamos. Para solventar tal situación, recientemente la Junta Monetaria (9) clasificó todas las actividades financierables con fondos del FFA, en tres categorías: créditos a corto, mediano y largo plazo, y determinó tasas de interés sobre préstamos, tasas de descuento anual y márgenes de redescuento para cada una de estas categorías.

El sistema de valor constante ha tenido una serie de ajustes y modificaciones encaminadas no solamente a hacer que el rendimiento de los fondos colocados en él guarde proporción con el ofrecido por otros instrumentos de captación, permitiendo una mayor competencia en el mercado de capitales del país, sino también a darle una mayor solidez al sistema a través de imposición de requisitos de encaje, relación de préstamos aprobados a recursos captados y reglamentación sobre capital y reserva legal de las corporaciones de ahorro y vivienda, ejerciendo así un mayor control sobre sus operaciones.

Entre las normas principales sobre el sistema deben citarse la que determina que los certificados de ahorro de valor constante no pueden expedirse al portador(10), la que reglamenta el cálculo mensual del valor de UPAC "de acuerdo con la variación resultante del promedio del índice nacional de precios al consumidor, para empleados y obreros, elaborado por el DANE, para un período de 24 meses inmediatamente anteriores"(11); la que autoriza a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda para otorgar préstamos a las industrias productoras de materiales de construcción(12) y las contenidas en el Decreto 1728 de agosto 12 de este año.

En este decreto se limita a un máximo del 20% anual el valor del ajuste monetario. Para las cuentas de ahorro de valor constante se reduce la tasa efectiva de interés a 4% anual, liquidada sobre saldos mínimos trimestrales. Los certificados de ahorro reconocen un 5% anual de interés y no pueden expedirse por duraciones inferiores a 6 meses; si no se cancelaren a su vencimiento se prorrogan por períodos sucesivos de 6 en 6 meses. Por el contrario, antes de este período, no pagan intereses por fracciones de semestre. Los créditos individuales que efectúan las Corporaciones de Ahorro y Vivienda causan un interés del 8% anual y para constructores, un 9% anual.

Se fija así mismo un encaje con relación a las exigibilidades de las corporaciones así: 10% sobre depósitos a término y 15% sobre las cuentas de ahorro. Este encaje debe calcularse sobre los saldos corrientes al término de cada mes, se deben constituir a razón de 2 puntos mensuales a partir del 10. de octubre de este año, y deben estar representados en obligaciones de valor constante, sin interés, del FAVI. Por otra parte se autoriza a dichas corporaciones a invertir su capital, reservas y fondos en general en "Títulos de participación" del Banco de la República. Se considera que la aprobación de préstamos no puede exceder la relación \$1.20 por \$1.00 captado, de acuerdo a los balances mensuales. Finalmente el decreto determina que el capital pagado y reservas de las corporaciones de ahorro y vivienda no pueden ser inferiores en conjunto con respecto a sus obligaciones, al fin de cada año, a 5% en 1975, 7% en 1976 y 10% de 1977 en adelante.

⁸ Resolución 20 de marzo 27/74.

⁹ Resolución 57 de septiembre 4/74.

¹⁰ Decreto 2004 de octubre 3/73.

¹¹ Decreto 269 Bis de febrero 21/74.

¹² Decreto 210 de febrero 12/74.

La política monetaria ha estado encaminada principalmente a controlar los medios de pago, los cuales habían mostrado en 1973 un crecimiento cercano al 28%. Las medidas se relacionan principalmente con encajes bancarios, operaciones de mercado abierto, cupos de redescuento, topes de colocaciones y sistema de consignaciones anticipadas para importaciones.

Hasta agosto de este año los encajes de los bancos eran los siguientes: las exigibilidades a la vista y antes de 30 días tenían un encaje reducido de 41.5%⁽¹³⁾; el elevado era de 44.5%; las exigibilidades con un término mayor de 30 días tenían un encaje de 29%; las de las secciones fiduciarias de los bancos un 21% y las de las secciones de ahorro un 20%.

A mediados de agosto de este año⁽¹⁴⁾, se fijaron porcentajes de encaje legal para los establecimientos bancarios sobre sus exigibilidades y depósitos: sobre los primeros \$50 millones de exigibilidades a la vista y antes de 30 días, 18%; lo que excede de tal monto, 40% a partir del 19 de agosto y 39% a partir del 9 de septiembre. Sobre depósitos a término mayor de 30 días y sobre saldos de las secciones fiduciarias, se mantuvo el mismo encaje que venía rigiendo. Por la misma resolución se eliminó el sistema dual de encajes (elevado y reducido), se dieron normas para el cómputo del encaje legal, que anteriormente se hacía en base semanal, pasándolo a base diaria y se fijó un sistema de sanciones por defectos y situaciones de desencaje. Además se determinó que para los depósitos de los establecimientos públicos en bancos y corporaciones financieras el encaje sería del 80% y se determinó su forma de aplicación.

Las operaciones de mercado abierto, las cuales se utilizan en economías bastante desarrolladas como un instrumento de expansión o contracción monetaria, comenzaron a ser utilizadas por primera vez en Colombia. Se facultó al Banco de la República⁽¹⁵⁾ para realizar operaciones de mercado abierto, emitiendo y colocando títulos representativos de deuda pública en su poder, hasta por la cuantía de \$500 millones, denominados Títulos de Participación. Estas operaciones se realizan con descuento del 19.5% al 20.5% para títulos con vencimiento de 3 a 6 meses.

Durante este último año la política de redescuento ha sido empleada frecuentemente debido a que el crédito del Banco de la República constituye factor importante en la determinación de la creación de dinero. Dicha política se ha aplicado teniendo en cuenta determinadas prioridades de financiamiento de la producción, lo que permite también utilizarla como instrumento para reducir el proceso inflacionario. La resolución 49 de este año de la Junta Monetaria reglamenta ampliamente sobre la materia.

Otro instrumento de control monetario y crediticio utilizado ha sido la limitación del crecimiento de las colocaciones de los bancos comerciales y la Caja Agraria⁽¹⁶⁾, que junto con el manejo del sistema de consignaciones anticipadas para pago de importaciones⁽¹⁷⁾, se ha empleado también para detener el crecimiento de los medios de pago y reducir la inflación. Además, se ha incrementado de US\$95 millones a US\$120 millones los montos mensuales autorizados para importaciones, con el fin de contrarrestar el efecto del aumento en las reservas internacionales producidas por el incremento en las exportaciones.

En agosto de este año por medio del Decreto 1729 se liberaron las inversiones forzosas de las pólizas de seguros de vida con participación. El decreto determina que "la compañía aseguradora se obliga a retornar al asegurado no menos del 70% de la utilidad originada en la inversión de sus reservas matemáticas y técnicas". Por otra parte se modificó la estructura de las inversiones forzosas de las compañías de seguros, permitiendo que ahora puedan poseer depósitos a término en las corporaciones de ahorro y vivienda, o en créditos hipotecarios otorgados por ellas. Además, se terminó con la fijación de porcentajes de inversión.

¹³ Resolución 7 de 1974 de la Junta Monetaria.

¹⁴ Resolución 50 de agosto 14/74 de la Junta Monetaria.

¹⁵ Resolución 4 de 1974 de la Junta Monetaria.

¹⁶ Resoluciones 61/73 y 8/74 de la Junta Monetaria.

¹⁷ Resoluciones 73/73, 5/74 y 14/74 de la Junta Monetaria.

Las sociedades administradoras de inversión podrán ahora tener hasta el 5% de sus suscripciones en depósitos a término en las corporaciones de ahorro y vivienda, lo que posiblemente redundará en una elevación del rendimiento obtenido por estas sociedades.

Finalmente deben citarse las medidas recientes de la Junta Monetaria relacionadas con la obligación de establecer encajes del 100% del equivalente en moneda legal a los rubros de los activos "Corresponsales Extranjeros" y "Disponibilidades Casa Matriz y Sucursales Extranjeras"(18) que excedan de US\$1 millón; y la que se refiere a la autorización dada al Banco de la República para constituir depósitos en moneda nacional en los establecimientos bancarios(19) con el fin de compensar el retiro de depósitos oficiales ocasionados por la medida dictada recientemente(20) ordenando el traslado de los depósitos de entidades gubernamentales a los bancos oficiales.

IV- Conclusiones

Se ha visto cómo gran parte de las medidas tomadas a partir de octubre del año pasado se han relacionado muy directamente con las sugerencias, recomendaciones y conclusiones presentadas en el pasado Simposio realizado en Medellín. Han resultado así ampliamente compensados los esfuerzos de las instituciones patrocinadoras y el interés de los representantes de los distintos grupos financieros del país que colaboraron en la realización del evento, el cual, puede decirse, se ha institucionalizado ya en Colombia.

Por otra parte los documentos y trabajos presentados han servido de material para la edición del libro "El Mercado de Capitales en Colombia", publicación que ha tenido enorme difusión y constituye indispensable texto de estudio y consulta para las personas interesadas en estos temas financieros.

Estamos seguros que esta reunión producirá tan buenos resultados como los logrados en los Simposios anteriores, pudiéndose obtener valiosas conclusiones que contribuyan a una más acertada política financiera y a la estructuración de un sólido mercado de capitales colombiano.

18 Resolución 62 de la Junta Monetaria, septiembre 18/74.

19 Resolución 59 de la Junta Monetaria, septiembre 18/74.

20 Circular de la Dirección General del Presupuesto Nacional.

Parte II

POLITICA MONETARIA Y

ASIGNACION DE RECURSOS

Capítulo 2

POLITICA MONETARIA Y PRECIOS

Francisco J. Ortega

I- Introducción

La economía colombiana ha venido mostrando durante los últimos años resultados favorables en su sector real, en la actividad exportadora y en el empleo. Simultáneamente, otros frentes de su coyuntura son materia de preocupación y entre ellos sobresale el referente al aumento acelerado de los precios, cuya tasa media para el cuatrienio 1970-73 fue de cerca del 13 por ciento mientras que para la segunda mitad de la década de los setenta había sido del 9.3 por ciento.

El estudio de las causas de la inflación es, sin duda, de la mayor importancia, más ahora cuando la política económica está orientada hacia claras metas de estabilidad. Entre los orígenes de ésta es común incluir los de orden monetario, los cuales para muchas personas constituyen el principal factor explicativo, cuando no el único.

En esta charla me propongo presentar algunas ideas acerca de la incidencia de la política monetaria en el proceso inflacionario reciente. La orientación que pienso seguir es más que todo la de un breve repaso de las tesis monetaristas, con algunas anotaciones en cuanto a su aplicación al caso colombiano. No pretendo desarrollar un modelo de inflación ya que para ello tendría que especificar un marco teórico especial; tampoco esclarecer con precisión si el aumento de los precios se debe o no a factores monetarios. Mi interés consiste, principalmente, en señalar ciertos interrogantes sobre el tema, que ojalá sean materia de estudio por parte de los economistas académicos dedicados al análisis del proceso inflacionario que afrontamos.

II- Política monetaria y nivel de precios

Las ideas de quienes atribuyen el aumento del nivel de precios a factores monetarios parten de la premisa de que la cantidad de moneda en circulación tiene especial incidencia en la determinación del ingreso nominal y del nivel de precios.

Aunque el dinero se caracteriza por cumplir los objetivos de medio de cambio y forma de mantener riqueza, estos usos no son importantes en sí mismos. Lo fundamental a este respecto lo constituyen las razones por las cuales el dinero, como cualquier otro activo, es demandado. La moneda genera utilidad a quien la posee y conservarla tiene un costo representado tanto en los bienes reales que pueden ser adquiridos como en los activos financieros alternativos que rinden un interés. Estos costos y beneficios, igualados en el margen, son los elementos que configuran la función de demanda de dinero.

El núcleo de la teoría está en el estudio de los determinantes de la demanda. Por ello se afirma que la moderna teoría cuantitativa es en sí misma una teoría de la demanda de dinero¹). En su versión simplificada se dice que, para cada unidad económica y para el

¹ Según Friedman, la teoría cuantitativa es una teoría de la demanda de dinero, no del producto, del ingreso monetario y los precios; al ser el dinero un activo financiero o bien de capital, su demanda forma parte de la teoría del capital.

sistema en su conjunto, existe una función de demanda, la cual tiene la característica de ser bastante estable.

Un aspecto esencial de la teoría cuantitativa es la distinción entre los valores nominales y reales, lo cual en el caso de la función de demanda implica que los individuos tienen en cuenta únicamente la cantidad real de dinero, o sea su valor nominal deflactado por el índice de precios. La demanda de dinero así definida, es función del ingreso real, de la tasa de interés, del stock de riqueza y de las expectativas en cuanto a cambios en los precios. En su forma más conocida, se puede expresar por la ecuación $M = k P y^2$ ².

Los monetaristas derivan de esta relación la siguiente conclusión: como la función es estable, un aumento de la oferta de dinero por parte de la autoridad monetaria, en exceso de la cantidad demandada, ha de traducirse en alzas del nivel de precios, ya que el coeficiente de velocidad es bastante fijo y el ingreso real no cambia en el corto plazo por razón de la mayor disponibilidad de dinero. Lo contrario ocurriría en el evento de producirse una merma en la cantidad de dinero.

La ecuación cuantitativa es, desde luego, una simplificación. Su importancia no resulta de la coherencia y comprensión de las tesis que representa, sino de las pruebas empíricas que le han dado un apreciable respaldo. El propio Friedman ha dicho al respecto que "es más un término evocativo de un enfoque general que el título de una teoría bien definida".

Son muchos los problemas que plantea esta teoría y desde luego abundan los puntos de controversia acerca de ella. Uno de los principales es el que se refiere al mecanismo de transmisión de un aumento en la cantidad de dinero sobre el nivel de precios, el cual, según los monetaristas, ocurre por la aceleración del gasto cuando las personas deciden desprendérse del excedente de moneda en relación a la cuantía que ellas desean poseer. Sobre este aspecto se presentan las mayores discrepancias entre distintas líneas del pensamiento económico, en particular, por el supuesto de inelasticidad de la demanda de dinero a la tasa de interés.

Es conveniente destacar algunos interrogantes en cuanto a la aplicabilidad de la teoría a la situación colombiana. El primero tiene que ver con el supuesto según el cual la fijación de la oferta de dinero la hace la autoridad monetaria, o sea su determinación ocurre de manera exógena; es decir, la cantidad de moneda en circulación no depende de ninguna relación de comportamiento y es inelástica a la tasa de interés y al ingreso. En segundo lugar la existencia y libre funcionamiento del mercado de capitales en lo referente a la determinación de la tasa nominal de interés, constituye un componente clave del modelo monetarista. Como se verá luego ninguna de estas dos condiciones se presentan en nuestra economía.

Se podrían mencionar muchos otros aspectos debatibles de la teoría entre otros su verificación para economías no desarrolladas. Sin necesidad de extendernos más en la parte conceptual basta decir que de la teoría cuantitativa se desprende la incidencia del dinero sobre la determinación del nivel general de precios. Ella ha sido comprobada empíricamente aunque esto no implica relación de causalidad entre dichas variables. De ahí que para analizar los orígenes del aumento en el nivel general de precios se necesita tener en cuenta la evolución de los factores monetarios en conjunción con aquellos que inciden en la oferta de bienes y servicios.

III- El caso colombiano. Tasas de variación en precios y medios de pago

Son pocas las investigaciones sobre la demanda de dinero en Colombia y más escasas aún aquellas que cubran los años transcurridos de la década de los setenta. Los trabajos de Musalem y Rosas, el primero más que todo orientado a explicar cambios en la demanda de dinero en función de alteraciones en la balanza de pagos, y el segundo, intere-

² Donde M = cantidad de dinero, en términos nominales; P = nivel de precios; y = ingreso real y k = constante de proporcionalidad.

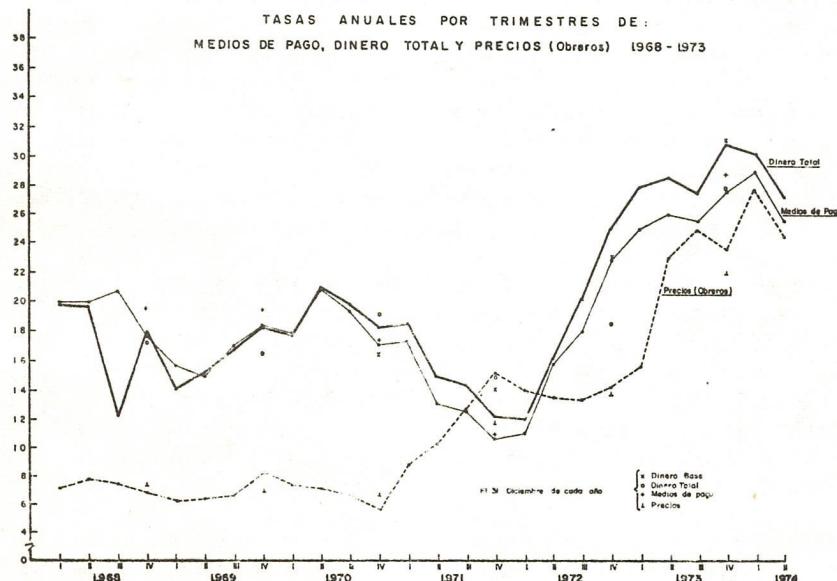
sado principalmente en el efecto de una ampliación en el número de los intermediarios financieros sobre la utilización del dinero, no constituyen pruebas empíricas que hayan agotado el estudio del comportamiento de la teoría cuantitativa para nuestra economía. Por lo tanto, nuevas investigaciones sobre la materia proporcionarán incalculables beneficios para la conducción de la política monetaria.

No pretendo esclarecer aquí un punto de tanto fondo como sería la especificación y cálculo de una función de demanda por dinero. Mi intención es nada más la de transmitir, y de manera algo burda, ciertos interrogantes que surgen de analizar algunas cifras recientes. Para plantearlos me anima la frase del profesor Teigen cuando dice que "ser monetarista es más un asunto de fe que de lógica"(3). Yo he hecho profesión de fe monetarista, pero mi fe no es propiamente de carbonero.

En los últimos dos años, 1972 y 1973, se presentaron aumentos de los medios de pago de 24 y 29 por ciento si se miden en base al último día del año o de 16 y 26 por ciento, respectivamente, si la tasa se calcula a partir de los promedios. A su vez, tomando el índice de obreros, de diciembre a diciembre, los precios crecieron en 14 y 25 por ciento. La relativa coincidencia de las tasas de variación observadas en 1973 ha servido para reforzar los argumentos de quienes participan del credo monetarista y, en consecuencia, para que la política monetaria se vea identificada como la principal causante de la inflación.

Pero no escapa a ustedes que el asunto no es tan sencillo como a primera vista podría pensarse. ¿Es prueba suficiente la que abarca un período tan corto?; ¿hay, efectivamente, una relación causa-efecto entre las dos variables?; ¿el impacto de la variable monetaria es instantáneo y no se presentan rezagos?; ¿se debió a decisiones expresas de la autoridad monetaria el incremento observado de la oferta de dinero y por ello le cabe la responsabilidad del fenómeno?

No estoy seguro de que las anteriores preguntas se puedan responder afirmativamente. Por lo menos hay indicios sobre las dificultades de su comprobación, como lo sugieren en forma muy simple, los dos gráficos siguientes; en ellos se muestran las tasas de aumento de varias series representativas de la oferta de dinero, en confrontación con los cambios en el índice de precios al consumidor obrero. La primera corresponde a las tasas anuales para cada trimestre del período 1968-1974 y la segunda a las tasas anuales desde 1950 a 1973.



³ Ronald L. Teigen, *A Critical Look at Monetarist Economics*. Federal Reserve Bank of St. Louis, January 1972; p. 23.



El gráfico 1 indica una apreciable disparidad entre las series monetarias y el índice de precios. Para el trienio 1968-70 los precios fluctuaron entre 6 y 8 por ciento mientras que los medios de pago o el dinero total fluctuaron, *grosso modo*, entre el 16 y el 20 por ciento, indicando muy poca relación entre los cambios de las dos variables.

En 1971 el comportamiento de los dos factores tuvo una dirección opuesta; en tanto que el crecimiento de las series monetarias se redujo a un intervalo cercano al 12 por ciento al finalizar el año, los precios subían rápidamente, casi doblándose, hasta el nivel del 14 por ciento. Ello sugiere, o bien la existencia de fuertes e inestables rezagos, o la presencia de factores distintos de los monetarios que aceleraron la inflación en ese año.

Desde 1972 las variables monetarias crecieron rápidamente hasta niveles cercanos al 28 por ciento a finales de 1973 y comienzos de 1974. Los precios, luego de un leve descenso a mediados de 1972, ascendieron de manera apreciable dando a entender que su elevación fue consecuencia del aumento de la oferta de dinero, la cual se reflejó en ellos con algún retardo.

El gráfico 2 toma como oferta de dinero la serie de medios de pago, —efectivo más depósitos en cuenta corriente— en vista de la similitud en el comportamiento observado en el gráfico anterior, entre éste y el dinero total. Las fluctuaciones en las dos variables resultan ser tanto o más anárquicas que la de promedios trimestrales. Para los años 1955-57, 1959-61, 1965 y 1972-73 parecería que los cambios ocurrieron en la misma dirección. En cambio los demás años señalan tendencias opuestas en la variación relativa de las dos series, particularmente, en 1962, 1964, 1967 y 1971. También se observan casos como los de 1968/70 cuando aparentemente hubo total independencia entre las variables.

Con esta ilustración no pretendo rechazar la existencia de una relación entre cambios en la oferta de dinero y cambios en los precios. Dada la forma favorable como la teoría cuantitativa ha respondido a pruebas empíricas, con datos de diferentes países, no estoy pensando descalificarla en base a cálculos tan sencillos como los anteriores. Lo que sí quiero significar es la complejidad de calcular la incidencia de la cantidad de dinero y lo arriesgado de afirmaciones simplistas tan frecuentes cuando se desea adjudicar a la po-

lítica monetaria la responsabilidad de la inflación. Además, puesto que los fenómenos económicos rara vez son el resultado de un solo factor, cabe pensar que otras variables distintas a la monetaria deben entrar en la explicación del complejo problema inflacionario. Considero, por lo tanto, que hay suficientes indicios para pensar que, sobre todo en el corto plazo, conviene buscar explicaciones adicionales a las que nos señala nuestro credo, para fortalecer el conocimiento científico sobre fenómenos de suma importancia en el campo de la teoría y de la política monetaria.

IV- ¿Ha sido estabilizadora la política monetaria reciente?

Nuestra política monetaria se guía, sin lugar a dudas, por principios claramente monetaristas. Por el hecho de haber planteado algunos interrogantes acerca de los efectos de la oferta de dinero no se puede decir que el manejo monetario carezca de un ordenamiento conceptual claro que le sirva de guía, sobre todo en lo que hace relación con los precios.

Del marco teórico que orienta la acción de la autoridad correspondiente, se desprende las metas en materia de evolución de las variables monetarias, las cuales se concretan en decisiones como la de escoger un crecimiento de la oferta de dinero compatible con los propósitos de estabilidad. Por ejemplo, para períodos en que el aumento del ingreso real ha sido del 7 por ciento y la tasa de inflación tolerable se ha calculado alrededor de la histórica, entre 8 y 10 por ciento, la expansión deseada de los medios de pago se ha fijado entre 15 y 18 por ciento.

Por lo tanto, si por política monetaria entendemos aquella que actúa sobre los determinantes de los medios de pago para suministrarle a la economía cierto stock de dinero, y si estas metas de crecimiento se ajustan a los estimativos del ingreso nominal compatibles con una situación de estabilidad, podemos afirmar que su orientación es monetarista.

El hecho de que los medios de pago hayan crecido en los últimos años por encima de las cuantías compatibles con una sana estabilidad, no permite tampoco deducir, como parecería a primera vista, que el manejo monetario haya sido inflacionario. Sobre este punto quiero hacer especial énfasis. Para demostrar su validez paso a analizar la evolución monetaria durante los últimos años, con el fin de aclarar en detalle las causas del crecimiento en los medios de pago. Al estudiar los determinantes de la oferta de dinero podremos conocer el origen de sus variaciones y luego concluir sobre la posición de la autoridad monetaria al respecto.

Los hechos principales que se observan al analizar los cambios en los principales renglones de la base monetaria para los años 1972, 1973 y primer semestre de 1974 pueden resumirse así:

a) El dinero base creció en los dos primeros años \$3.445 millones y \$5.720.7 millones o sea a tasas de 23.0 por ciento y 31.1 por ciento. En los primeros seis meses de 1974 disminuyó en \$1.171 millones.

b) Las reservas internacionales constituyeron la principal fuente de aumento. En 1972 representaron el 123 por ciento de la expansión de la base, en 1973, el 64.2 por ciento y en 1974 el 95.2 por ciento. Para todo el período este renglón fue la fuente principal de los incrementos señalados, debido en parte a que en él se refleja el endeudamiento externo público y privado.

c) El crédito del Banco de la República también contribuyó a los cambios de la base, pero en menor grado. En 1972 fue del 26.3 por ciento; en 1973 del 74.3 por ciento y en 1974 resultó apreciablemente contraccionista, 111.9 por ciento. El dato de 1973 requiere una aclaración, pues, del conjunto del crédito del Banco de la República, las entidades con mayor participación fueron los bancos comerciales, debido a los cupos especiales otorgados para financiar el pago de la deuda externa del Idema y de los institutos del sector eléctrico y de teléfonos. Estas operaciones no son permanentes y por su naturaleza especial deberían clasificarse en otro renglón de las cuentas monetarias, porque distorsionan la comparación.

Cuadro 1

CUENTAS DEL BANCO DE LA REPUBLICA
ORIGENES DEL DINERO BASE*Variaciones Absolutas
(millones de pesos)

	<u>1971-1972</u>	<u>1972-1973</u>	<u>1973-Junio</u> <u>1974</u>
1. Reservas Internacionales	<u>4.239.4</u>	<u>3.672.4</u>	<u>1.115.1</u>
2. Crédito del Banco de la República	<u>905.9</u>	<u>4.250.6</u>	<u>- 1.310.3</u>
2.1. Gobierno Nacional	- 125.0	- 782.5	- 1.346.0
2.2. Bancos comerciales	- 345.9	2.095.2	77.2
2.3. Entidades de fomento	1.478.4	1.646.6	454.2
2.4. Sector privado	363.1	886.8	- 811.5
2.5. Activos netos sin clasificar	- 464.7	404.5	315.8
3. Otros factores*	<u>1.728.0</u>	<u>2.585.5</u>	<u>1.009.1</u>
3.1. Pasivos con bancos comerciales	63.1	118.8	- 223.7
3.2. Pasivos con entidades de fomento	467.7	187.0	618.0
3.3. Depósitos de importación	142.7	- 1.286.6	- 296.5
3.4. Deps. sobre giros (Res. 53/64)	209.4	- 56.4	- 96.3
3.5. Consig. anticip. giros (Res. 21/73)	-	2.507.9	830.1
3.6. Obligaciones largo plazo B. R.	642.5	201.0	372.0
3.7. Otros pasivos swaps	202.6	913.8	- 395.0
3.8. Títulos de participación	-	-	200.5
4. Moneda de tesorería y tenencias interbancarias	<u>28.1</u>	<u>383.2</u>	<u>33.5</u>
5. Total orígenes del dinero base	<u>3.445.4</u>	<u>5.720.7</u>	<u>- 1.170.8</u>
<u>Medios de Pago</u>	<u>5.852.0</u>	<u>8.638.0</u>	<u>1.465.0</u>

*Fuente: Anexo 1.

d) El crédito del Banco de la República a través de las entidades de fomento tuvo incidencia en el aumento de la base. Tal es el caso de Proexpo, del Fondo de Desarrollo Urbano y del FFA. Sin embargo, es de advertir que, con la excepción de Proexpo, los recursos a estos fondos representan emisión primaria sólo en una pequeña proporción. Lo que estas cifras señalan es más que todo la labor de orientación del crédito que cumple el Banco de la República tomando dineros de los intermediarios financieros o de préstamos externos para asignarlos a través de los respectivos fondos.

e) Bajo el grupo titulado "otros factores" aparece el conjunto de pasivos no monetarios, o sea, los depósitos del público o de los intermediarios financieros que la autoridad monetaria ha congelado con el propósito de hacer contracción monetaria. Dichos pasivos esterilizaron sumas apreciables de cerca de la mitad del cambio en el dinero base para 1972 y 1973 y el 86.2 por ciento en 1974. Entre estos los más importantes han sido la consignación anticipada para el pago de importaciones (\$3.500 millones), los dineros sobrantes del FAVI y del FFA y los depósitos previos de importaciones.

De la anterior descripción se extraen claramente las características de la política monetaria seguida en los últimos años. En primer lugar, y en lo que respecta a los instrumentos a su alcance, la política monetaria fue claramente antiinflacionaria ya que en ningún caso los aumentos de la base monetaria tuvieron orígenes en decisiones tendientes a crear más dinero. Además, el manejo monetario buscó por todos los medios compensar las emisiones ocasionadas por el creciente ingreso externo de exportaciones y de deuda externa y en buena parte lo consiguió, utilizando para ello los pasivos no monetarios que actúan a la manera de una operación forzosa de mercado abierto. Sin las

Cuadro 2

CUENTAS DEL BANCO DE LA REPUBLICA
ORIGENES DEL DINERO BASE

(porcentajes)

	Porcentaje en base atribuible a:		
	1971-1972	1972-1973	1973-Junio/74
1. Reservas internacionales	<u>123.0</u>	<u>64.2</u>	<u>95.2</u>
2. Crédito del Banco de la República	<u>26.3</u>	<u>74.3</u>	<u>- 111.9</u>
2.1. Gobierno Nacional	- 3.6	- 13.7	- 115.0
2.2. Bancos comerciales	- 10.0	36.6	6.6
2.3. Entidades de fomento	42.9	28.8	38.8
2.4. Sector privado	10.5	15.5	- 69.3
2.5. Activos netos sin clasificar	- 13.5	7.1	27.0
3. Otros factores*	<u>- 50.1</u>	<u>- 45.2</u>	<u>- 86.2</u>
3.1. Pasivos con bancos comerciales	- 1.8	- 2.1	19.1
3.2. Pasivos con entidades de fomento	- 13.6	- 3.3	- 52.8
3.3. Depósitos de importación	- 4.1	22.5	25.3
3.4. Deps. sobre giros (Res. 53/64)	- 6.1	1.0	8.2
3.5. Consig. anticip. giros (Res. 21/73)	-	- 43.8	- 70.9
3.6. Obligaciones largo plazo B. R.	- 18.6	- 3.5	- 31.7
3.7. Otros pasivos y swaps	- 5.9	- 16.0	33.7
3.8. Títulos de participación	-	-	- 17.1
4. Moneda de tesorería y tenencias interbancarias	<u>0.8</u>	<u>6.7</u>	<u>2.9</u>
5. Total orígenes del dinero base	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0¹</u>

1 Para este período el dinero base tuvo una reducción respecto a diciembre del año anterior. Por lo tanto el signo que resulta es negativo.

*Fuente: Anexo 2

medidas para contrarrestar los aumentos exógenos del dinero base se habría presentado una situación de medios de pago realmente explosiva. En segundo lugar, se logró la contracción buscada con la elevación del encaje bancario cuyo efecto se ha reflejado en un menor nivel del multiplicador de medios de pago, el cual era de 1.8001 en 1972 y pasó a 1.7239 en 1973, a pesar del descenso de la preferencia del público por efectivo. Esta medida ha tenido gran repercusión pues pequeños cambios en el multiplicador originan modificaciones apreciables de los medios de pago.

Finalmente, es importante anotar que la política monetaria se coordinó de manera estrecha con el manejo de las reservas internacionales para racionalizar su crecimiento y evitar las implicaciones de orden monetario. Fue así como se reguló el endeudamiento externo privado hasta el punto de suprimir los reintegros anticipados de exportaciones y los préstamos directos. Igualmente se establecieron mecanismos para acelerar los giros al exterior e impedir que el crédito de importaciones tuviera plazos excesivos. Con esta política se conseguía, además, utilizar de una manera eficiente para la economía los dólares de las reservas internacionales y evitar la acumulación de una deuda comercial de corto plazo innecesaria.

La descripción de las decisiones adoptadas por la Junta Monetaria para compensar aumentos de la base monetaria generados en fuentes ajena al control monetario, es ampliamente demostrativa de la orientación de esta política y de la forma como se buscaron los objetivos de estabilidad. Prácticamente no hubo contracción potencial que no se hubiera intentado ni instrumento de política monetaria que estando a disposición de las autoridades no fuera empleado a fondo. Si hubo un aumento excesivo de los medios de pago ello ocurrió, repito, por el mayor crecimiento del ingreso nacional, el auge del sector externo y la financiación extranjera del sector público, todo lo cual se reflejó en la elevación de las reservas internacionales. El impacto monetario de estos hechos sólo se pudo compensar parcialmente por los diferentes mecanismos antes descritos.

V- Conclusión

Para concluir, conviene volver sobre el punto de partida de la teoría cuantitativa. Veíamos que uno de sus principales supuestos es el de la fijación exógena por parte de la autoridad monetaria del stock de dinero. Apoyados en este punto y en una demanda de dinero inelástica a la tasa de interés, los monetaristas deducen que el ingreso nominal está determinado por la cantidad de dinero y que esta última incide directamente en el nivel de los precios, puesto que la producción depende de factores reales. La anterior afirmación no significa que la teoría monetaria, como se ha señalado, niegue la existencia de una relación directa entre el ingreso y la creación de dinero, la cual es indudable en la primera fase del proceso de expansión monetaria.

De la tesis monetarista se desprende, de otra parte, que la autoridad monetaria necesariamente debe contar con la capacidad de fijar la oferta de dinero en la cuantía más conveniente para la estabilidad de precios.

Estos puntos tocan muy directamente con lo sucedido en Colombia y que hemos descrito en detalle. La aceleración del flujo de exportaciones elevó rápidamente la base monetaria, o sea que lo ocurrido se ajusta perfectamente a la teoría. Es en el paso siguiente del razonamiento donde aparece la discrepancia, pues debido a la limitada capacidad de los instrumentos monetarios y no obstante todos los esfuerzos por contrarrestar los fuertes aumentos de la base, sólo fue posible compensar una pequeña parte de esta expansión, la cual resultó insuficiente para conseguir, como lo sugieren los monetaristas, la determinación exógena de los medios de pago. Sin duda en nuestro medio no se cumple este aspecto fundamental de la teoría y por lo tanto es dudoso que en base a ella se puedan extraer conclusiones simplistas como las que hemos anotado. Pienso entonces que hay evidencias para cuestionar la validez de la teoría cuantitativa dentro del marco institucional y legal que rige el manejo monetario del país.

Por lo demás, no sobra mencionar que este es uno de los puntos débiles de la teoría y así se le reconoce en la literatura actual. El señor Burns, se expresó recientemente no sólo sobre las limitaciones prácticas del FED para establecer la cuantía del dinero en circulación sino que mencionó también la falta de conocimiento que aún hay sobre el tema. Según el profesor Teigen⁽⁴⁾:

“es también posible que la autoridad controle el stock nominal de dinero a casi cualquier nivel deseado de precisión. Pero en el mundo real, o en los modelos más sofisticados, el stock monetario no es exógeno, ni ha sido promulgado como un objetivo de política por el banco central de los Estados Unidos; aquél, o sus componentes, son determinados en forma conjunta por el banco central, los bancos comerciales y el público y es, básicamente, un resultado pasivo de la interacción del sistema económico, y no una fuerza impulsadora”.

Hemos hecho un intento por clarificar algunos conceptos referentes a la política monetaria y a su responsabilidad en la coyuntura inflacionaria de los últimos años. Inicialmente vimos que no se observa una correspondencia estrecha entre cambios en precios y cambios en la oferta de dinero, que permita sustentar las tesis de que la principal causa de la inflación hayan sido los medios de pago. Sin entrar tampoco a negar la existencia de efectos de origen monetario, pues en todo momento hemos hecho fe monetarista, planteamos la duda que nos sugieren argumentos poco profundos, muy comunes cuando se desea asignar responsabilidades a la ligera, y nada útiles para el análisis de un fenómeno tan complejo.

A la luz del credo monetarista evidentemente no se cumplió con los requisitos establecidos por la teoría para calificar el manejo monetario de estabilizador. Sin embargo, esta afirmación no ha de tomarse tan al pie de la letra porque uno de sus supuestos básicos, el de la determinación exógena de la oferta de dinero por la autoridad monetaria, no se cumple en nuestro medio.

⁴ Teigen, op. cit. pág. 21.

Al hacernos la pregunta de si la política monetaria ha sido estabilizadora, es decir, si el crecimiento de la oferta monetaria ha correspondido al programado, tenemos que responder negativamente pues, sin duda, el aumento de los medios de pago excedió en 1972 y 1973 la cuantía esperada. La causa de la discrepancia entre lo programado y lo realizado está en la limitada capacidad de acción de la autoridad monetaria por las características de los instrumentos a su alcance; ésta no se debió, como es común afirmarlo, a deficiente orientación de la política ni mucho menos a medidas expansionistas de la Junta Monetaria o del Banco de la República, ya que el manejo monetario ha estado ceñido en un todo a los propósitos de estabilidad de precios.

Por último, a nadie escapa que una economía como la colombiana donde se presentan innumerables fenómenos de orden natural, social y político cuyos efectos sobre el normal ritmo de producción y distribución es incuestionable, la inflación no ha de ser producto de una sola política y de una sola institución del estado. Cuando se tiene un sector agropecuario de tanta importancia, el cual forzosamente está sujeto a vicisitudes de todo orden, en particular las climáticas; cuando se rompe la estructura monoexportadora para abrirle demandas externas a varios de nuestros productos importantes del consumo nacional y en fin, cuando el crecimiento del producto se acelera para generar más empleo del trabajo y del capital, las rigideces de los sectores productivos se hacen más manifiestas y de alguna manera repercutirán sobre el nivel de precios. Los economistas tenemos la responsabilidad de propiciar un examen integral del fenómeno inflacionario reciente, no sólo para fines de política actual sino como contribución al estudio futuro de nuestro proceso de desarrollo.

ANEXO 1

CUENTAS DEL BANCO DE LA REPUBLICA
ORIGENES DEL DINERO BASE, MULTIPLICADOR
Y MEDIOS DE PAGO

(millones de pesos)

	<u>1971</u>	<u>1972</u>	<u>1973</u>	<u>1974</u> <u>Junio</u>
1. Reservas Internacionales	<u>3.433.7</u>	<u>7.673.1</u>	<u>11.345.5</u>	<u>12.460.6</u>
2. Crédito del Banco de la República	<u>17.065.4</u>	<u>17.971.3</u>	<u>22.221.9</u>	<u>20.911.6</u>
2.1. Gobierno Nacional	5.961.1	5.836.1	5.053.6	3.707.6
2.2. Bancos comerciales	4.223.0	3.877.1	5.972.3	6.049.5
2.3. Entidades de fomento	4.760.5	6.238.9	7.885.5	8.339.7
2.4. Sector privado	1.878.6	2.241.7	3.128.5	2.317.0
2.5. Activos netos sin clasificar	242.2	- 222.5	182.0	497.8
3. Otros factores	<u>5.614.8</u>	<u>7.342.8</u>	<u>9.928.3</u>	<u>10.937.4</u>
3.1. Pasivos con bancos comerciales	264.7	327.8	446.6	222.9
3.2. Pasivos con entidades de fomento	347.3	815.0	1.002.0	1.620.0
3.3. Depósitos de importación	1.665.2	1.807.9	521.3	224.8
3.4. Deps. sobre giros (Res. 53/64)	478.7	688.1	631.7	535.4
3.5. Consig. anticip. giros (Res. 21/73)	-	-	2.507.9	3.338.0
3.6. Obligaciones largo plazo B. R.	1.620.6	2.263.1	2.464.1	2.836.1
3.7. Otros pasivos y swaps	1.238.3	1.440.9	2.354.7	1.959.7
3.8. Títulos de participación	-	-	-	200.5
4. Moneda de tesorería y tenencias inter-bancarias	<u>75.1</u>	<u>- 103.2</u>	<u>486.4</u>	<u>519.9</u>
Total orígenes del dinero base	<u>14.959.4</u>	<u>18.404.8</u>	<u>24.125.5</u>	<u>22.954.7</u>
(1+2+4-3)				
Multiplicador				
Diciembre 31	1.60	1.62	1.7913	1.7404
Promedio	1.8316	1.8001	1.7239	
Medios de Pago	<u>23.995.0</u>	<u>29.847.0</u>	<u>38.485.0</u>	<u>39.950.0</u>

Capítulo 3

INSTRUMENTOS FINANCIEROS, INFLACION, PRODUCCION Y EMPLEO

Hernando Gómez Otálora
Francisco Pieschacón V.
Mauricio Carrizosa

I- Planteamiento del problema

1. La inflación en Colombia

La economía colombiana, al igual que otras de América Latina, se ha caracterizado por un proceso inflacionario de significativa variabilidad. Aun cuando la tasa promedio anual de inflación para el decenio 1964-1974 fue un moderado 13%, se registrarán cifras comprendidas dentro de un amplio margen de 4.5% a 35.2% y los dos últimos años acusaron la más alta inflación que el país haya sufrido en mucho tiempo. Es previsible que las políticas de estabilización comiencen a surtir efecto dentro de los próximos seis meses, en el sentido de reducir la tasa anual de inflación, con respecto a las registradas recientemente. La trayectoria futura de la inflación dependerá, sin embargo, de las políticas que el actual gobierno continúe siguiendo y de las que adopten las administraciones siguientes, en cuanto a los factores que determinan dicho proceso.

Cuadro 1

TASA DE INFLACION EN COLOMBIA
(Indices de Precios al por Mayor)
1964-1974

JUNIO - JUNIO	%
1964 - 1965	4.7
1965 - 1966	19.2
1966 - 1967	5.7
1967 - 1968	6.8
1968 - 1969	4.6
1969 - 1970	10.1
1970 - 1971	9.9
1971 - 1972	17.5
1972 - 1973	29.2
1973 - 1974	35.2

Fuente: Revista del Banco de la República: Varios Números.

2. Prioridad política de la estabilización

Los miembros de la comunidad, en su mayoría, parecen desear un proceso de inflación mucho más moderado y estable que el actual, pero al mismo tiempo aspiran a que él no afecte el crecimiento del producto y del empleo.

Conviene pues, analizar si se justifica un proceso de estabilización y sus posibles repercusiones sobre la tasa de crecimiento real de la economía y de los niveles de ocupación.

A. Desventajas de la inflación

La variable tasa inflacionaria que Colombia ha registrado tiene una serie de efectos negativos sobre la asignación de recursos y la distribución del ingreso, cuyo eventual alcance difícilmente puede ignorarse. A ellos contribuye la presencia de rigideces estructurales e institucionales en un conjunto importante de precios. Frente a un aumento en el porcentaje de inflación, la política de control de precios, por ejemplo, trae como resultado bajas en la calidad y/o en la cantidad de los productos controlados, que no corresponden a los deseos de la comunidad y que frecuentemente pueden dar lugar a mecanismos de racionamiento y a operaciones especulativas, cuyo impacto redistributivo se opone a los objetivos mismos que se persiguieron con los controles. De otra parte, se presentan retardos en el ajuste de ingresos tales como salarios, con respecto a los precios, originados en condiciones estructurales tales como la inelasticidad de oferta de trabajo a corto plazo.

Los efectos indicados podrían evitarse con un régimen inflacionario moderado y estable, lo cual aconseja un programa de estabilización y una política permanente de vigilancia de los factores que la determinan.

B. Ventajas atribuidas a la financiación inflacionaria

Algunos analizan la inflación como un impuesto, cuya base es la cantidad real de dinero que la comunidad desea mantener, y cuya tasa está relacionada con la de la inflación misma(1). La ventaja de este impuesto con relación a otras formas de captar recursos fiscales es su bajo costo de recaudo. El gobierno no tiene más que emitir para financiar sus programas. La incidencia del impuesto-inflación sería neutral si como parece ocurrir, la elasticidad ingreso de la demanda por dinero es unitaria y estaría recaudado en parte por el gobierno y en parte por los intermediarios financieros. Empero esta clase de impuestos presenta varias desventajas, entre las cuales se destaca su costo social. El dinero es instrumento para efectuar transacciones con un costo social insignificante. La inflación induce a las gentes a dejar de utilizar tal instrumento, con desperdicio de recursos para la economía.

C. Inflación, producción y empleo

Se aduce frecuentemente una relación directa entre el crecimiento y la inflación. Como relación de largo plazo, la hipótesis está en pugna con la historia económica, pues ella no registra ninguna asociación sistemática entre las dos variables(2). Como relación de corto plazo, la hipótesis se conoce más como la "Curva de Phillips". Pero la evidencia sugiere que dicha relación es inestable, y por lo tanto inútil como guía de política económica.

De otra parte, una baja súbita en la tasa de crecimiento de la oferta monetaria para reducir la inflación puede producir efectos negativos sobre la producción y el empleo, debido a rigideces institucionales que inciden en la tasa de crecimiento y en la reasignación de recursos en la economía. De allí que sea aconsejable optar por un proceso gradual de reducción de la oferta monetaria y de las tasas de inflación. Preocupa, por lo tanto la acelerada reducción en la tasa de crecimiento de los medios de pago. Hasta marzo era de

¹ Es decir, si se emite una cantidad de dinero DM, esta cantidad puede comprar $\frac{DM}{P}$ bienes, donde P es el nivel de precios. $\frac{DM}{P}$ es equivalente a $\frac{DM}{M} \cdot \frac{M}{P}$. Podemos escribir lo anterior como $(g+e) = \frac{M}{P}$ (i, y) donde g es la tasa de crecimiento del producto y e es la tasa de inflación.

² Véase FRIEDMAN, MILTON: *Money and Economic Development*, p. 41-48, 1974.

27.2% en año completo, mientras que a fines de septiembre había disminuido a 18.9%. Las perspectivas son inciertas, pues, de una parte es posible que la Federación Nacional de Cafeteros y el Gobierno hagan uso considerable de crédito en el Banco de la República, en los próximos meses; pero que al mismo tiempo, disminuyan las reservas internacionales, con la consiguiente contracción del circulante. Empero, este último efecto puede verse neutralizado por reintegros apreciables de exportaciones no tradicionales frente a la disminución del Certificado de Abono Tributario —CAT— que entrará en vigencia el 10. de enero de 1975. Si así ocurre podría presentarse un nuevo incremento aunque no muy significativo en la tasa de aumento de la oferta monetaria (¿20%?). Debe tenerse en cuenta que según algunos, en economías en proceso de desarrollo un mínimo de inflación es inevitable por factores tales como el surgimiento de nuevas empresas, la substitución de importaciones (por razonable que ésta sea), la debilidad del sector externo que implica variaciones substanciales en la oferta monetaria y en el abastecimiento interno frente a alzas en el nivel de precios internacionales, y en fin, una relativa lentitud en la reasignación de recursos financieros en la economía. Empero, la experiencia colombiana indica que es posible obtener tasas satisfactorias de crecimiento del producto, con porcentajes de inflación moderados, inferiores al 10% anual⁽³⁾. Dada esta circunstancia, no debe verse en los esfuerzos de estabilización la única contribución de la política económica para combatir los males producidos por la inflación. Como complemento, y en reconocimiento de la posibilidad de brotes inflacionarios, es conveniente el diseño de políticas que hagan sus efectos lo menos dolorosos posible.

3. Alcance del estudio

A. Objetivos

El presente estudio persigue tres objetivos principales: Analizar la posible contribución del mercado de capitales a procurar la estabilización y a promover el crecimiento de la producción y del empleo, sugiriendo en forma general algunas políticas, medidas e instrumentos que pueden emplearse para tal fin; indicar estrategias del mercado de capitales que ayuden a aliviar los efectos negativos de la inflación y formular un planteamiento que permita apreciar la unidad temática del Simposio.

B. Interés del tema

El planteamiento enunciado tiene la novedad de enfocar el problema de estabilización desde el punto de vista del mercado de capitales. Los estudios realizados en Colombia lo han encarado generalmente desde el ángulo monetario, que naturalmente tiene una importancia decisiva. Los análisis del mercado de capitales se han orientado usualmente hacia su contribución al desarrollo a través del incremento, captación y asignación del ahorro, aunque deben recordarse los estudios sobre operaciones de mercado abierto, que constituyen uno de los principales instrumentos del mercado de capitales para contribuir a procesos de estabilización.

También pueden tener alguna novedad ciertos mecanismos financieros que se proponen en este documento para el incremento, captación y asignación de recursos del mercado de capitales.

Aunque el estudio se concentra en el mercado de capitales, se ha tenido presente el mercado monetario, dada la unidad fundamental del mercado financiero que los comprende a ambos, y la multiplicidad de relaciones que entre ellos median en Colombia.

³ Así, por ejemplo, en el período 1968-1970 el incremento promedio anual del índice de precios al por mayor fue de 7%, mientras que el producto creció 6.4%.

C. Limitaciones del estudio

El alcance del estudio, definido en los numerales precedentes, supone varias limitaciones; otras se han advertido en el proceso de la investigación.

Se trata de un estudio de carácter general; los aspectos más concretos serán tratados en otras ponencias, que pueden o no coincidir con los puntos de vista aquí expuestos.

Como marco de referencia para la investigación se ha tomado la situación colombiana de hoy, el conjunto de sus características culturales, políticas, jurídicas y socio-económicas. No se pretende, por lo tanto, extraer conclusiones de universal aplicación. Además, ciertas soluciones que teóricamente son válidas han tenido que dejarse de lado algunas veces, para adoptar otras más imperfectas, habida consideración de restricciones de carácter político o institucional difíciles, si no imposibles de superar, al menos en el corto plazo.

Muchas de las conclusiones a que se ha llegado son de carácter tentativo, dado el carácter relativamente novedoso del enfoque, en el medio colombiano.

Durante el proceso de investigación se declaró el estado de emergencia económica; en desarrollo de él y de otras disposiciones, han venido expidiéndose normas que alteran profundamente la orientación y las instituciones anteriores. De allí que algunos de los temas tratados en este documento puedan parecer superados, y que ciertas sugerencias en él contenidas se hayan adoptado en el interin. Esto último no debe interpretarse, sin embargo, como un juicio de valor sobre las medidas ni sobre el presente estudio.

La circunstancia anotada en el párrafo anterior implica también que algunos de los conceptos que alcanzaron a incluirse en este documento sobre las últimas medidas sean de carácter tentativo o demasiado general y merezcan un análisis posterior más detenido, el cual exige tiempo; decantación de las providencias; precisión del alcance de las mismas, a través del proceso reglamentario y de su aplicación, y en fin, sopesar los distintos criterios que sobre ellos se expresen.

Otras limitaciones de la investigación hacen referencia a aspectos metodológicos, entre los cuales se destacan la ambigüedad de algunos conceptos; limitaciones estadísticas, especialmente en materia de ahorro, magnitud del mercado de capitales (particularmente del no institucional), y desempleo; finalmente, la multiplicidad y variabilidad de las medidas institucionales que han afectado tradicionalmente el mercado financiero.

D. Estudios y experiencias de otros países

Enfoques como el adoptado en este documento se han seguido en otros países de América Latina, particularmente en Brasil y México. Es interesante observar que en el primero de ellos las políticas respectivas se adoptaron con propósitos de estabilización, en tanto que en México se pusieron en práctica en un período de estabilidad y como instrumento de desarrollo. Tal circunstancia puede conferir mayor validez al análisis y parece poner de presente la tesis ya expuesta, de que no existe antinomia entre el proceso de estabilización y el desarrollo.

En cuanto se refiere a Brasil⁴ resulta muy útil estudiar su experiencia, por la similitud de las condiciones allí existentes, cuando se reformó el mercado de capitales, y la actual situación colombiana, aunque obviamente existen entre las dos naciones diferencias muy marcadas de todo orden.

En 1964, el Brasil atravesaba por un proceso inflacionario elevado cuyo origen principal se encontraba en el déficit fiscal. El gobierno no podía captar recursos del mercado de capitales para financiar parte de sus inversiones y acudía a crédito inflacionario.

⁴ Galveas Ernane. *Instituições Financeiras No Brasil*. Revista del Banco Nacional de Habitación, 1970. O sistema Brasileiro de Poupança e Emprestimo. No. 7, Dic. 1971, Año 4.

Simonsen, Mario Henrique, *Inflação: Gradualismo x tratamento de choque*. Apec Editora S. A. Río de Janeiro, Deltec Panamérica, S. A. Os mercados de capitais do Brasil
Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos. México, 1968.

Era menester considerar la relación entre el mercado de capitales y el monetario, para no incurrir en el error de sustituir una presión inflacionaria por otra. Se partió de la base de que la inflación, resultado de un exceso de demanda global sobre la oferta global, era determinada básicamente por la relación entre los gastos monetarios y la disponibilidad de bienes y servicios. Tal exceso de demanda sólo podía tornarse efectivo si existía expansión del crédito o de los medios de pago.

En esta forma, los bancos comerciales podían provocar inflación en la medida que expandieran excesivamente el crédito o los medios de pago, lo cual no ocurriría con las demás instituciones financieras, pues los préstamos que estas realizan representan una simple transferencia de fondos que pasan de prestatarios que reducen su poder de compra, a los prestamistas, que demandan bienes de consumo o inversión, dejando inalterado el mercado desde el punto de vista de demanda global.

No obstante, según el punto de vista adoptado en aquel país, el volumen de los gastos monetarios no depende tan solo del monto de medios de pago, sino también de la velocidad de circulación. Las instituciones financieras no monetarias podían contribuir al proceso inflacionario al aumentar la velocidad, movilizando parte de los depósitos bancarios hacia el mercado de capitales y disminuyendo así la demanda por dinero.

Con base en las consideraciones anteriores, se abogó por la especialización de la estructura financiera, al igual que en los Estados Unidos, y las entidades del ramo se clasificaron en dos grupos: aquellas que crean medios de pago y las que sólo afectan su velocidad. En otras palabras, mercado monetario y mercado de capitales.

También era necesario crear las condiciones adecuadas de financiamiento a mediano y largo plazo, pues a medida que el país se desarrollaba la producción de bienes de consumo durables y de capital requerían esa clase de financiación para que pudieran continuar su crecimiento. Por todo lo anterior, la reestructuración del mercado de capitales persiguió tres objetivos primordiales:

a) Propiciar el aumento de los recursos necesarios para financiar el desarrollo económico; b) Contribuir a aliviar las presiones inflacionarias, en la medida en la cual aumentaran la propensión a ahorrar, y c) Promover la racionalización del endeudamiento de las empresas, contribuyendo con recursos de plazos adecuados a la naturaleza de las inversiones. Así pues, se buscó acelerar el desarrollo económico y simultáneamente contener el proceso inflacionario.

A partir de 1964, se eliminaron las formas más evidentes de inflación reprimida en el área del sistema cambiario y de los precios de productos básicos. Luego se estimuló el mercado de capitales y el gobierno entró a captar recursos, para financiar el déficit fiscal no inflacionariamente, en el mercado de capitales, mediante la expedición de las Obligaciones Reajustables del Tesoro Nacional, ORTN, con corrección monetaria. Más tarde se extendió el sistema de ajuste monetario a otros activos financieros, lográndose un notable incremento del ahorro financiero y real de la economía.

Las tasas reales de interés, que eran negativas, en la mayoría de los casos, pasaron a ser positivas. Adicionalmente, se crearon estímulos tributarios al ahorro, que lo impulsaron aún más.

El resultado obtenido de la política financiera por el Brasil, es altamente satisfactorio: El crecimiento del producto ha llegado a niveles muy elevados, superiores al 10% en 1972-73, y la tasa de inflación, medida con el deflactor implícito del producto, disminuyó de 87.8% a cerca del 17% entre 1964 y 1972.

A diferencia de Brasil, México (5) se ha caracterizado por una estabilidad monetaria y financiera que data de 1954, época en la cual se produjo la última devaluación del peso y se ha mantenido hasta el pasado próximo. Entre 1961 y 1971 la tasa promedio de inflación no sobrepasó el 3% anual. Por su parte, el producto interno bruto presenta uno de

⁵Solís M, Leopoldo. *El desarrollo financiero y la estructura de la Economía. El caso de México*, en: El Mercado de Capitales en Colombia, Banco de la República, Bogotá, 1971.

Ghihliazz Sergio, *Programación financiera a corto plazo: La reciente experiencia de México*, en: Discusiones sobre programación monetario-financiera. Siglo Veintiuno Editores SA. México, 1972.

los crecimientos más acelerados: 7.2% anual promedio en el lapso 1960-70, lo cual en términos *per cápita* significa 3.9%.

Existe un marcado paralelismo en el desarrollo de las políticas financieras Mexicana y Brasileña, primordialmente en lo concerniente a la especialización de las instituciones. En México, desde la expedición de la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares, dictada en 1932 y modificada en 1965, ningún intermediario está autorizado a realizar más de un tipo de operación, según la siguiente clasificación, y excepción hecha de las operaciones de ahorro y fiduciarias:

- a) Mercado Monetario
 - Bancos de depósito
- b) Mercado de Capitales
 - Bancos de ahorro
 - Sociedades financieras
 - Bancos hipotecarios
 - Operaciones de capitalización
 - Operaciones fiduciarias
 - Operaciones de ahorro y préstamo para vivienda

Se ha pretendido con esta medida, que los bancos comerciales se dediquen al financiamiento a corto plazo, pues sus recursos provienen principalmente de depósitos en cuenta corriente. Sin embargo, otorgan créditos a mediano y largo plazo con los recursos de sus secciones de ahorro. Las demás instituciones que conceden préstamos a mediano y largo plazo, se han visto forzadas por el gobierno a depender, cada vez en menor grado, de recursos de corto plazo, en especial las sociedades financieras.

Un segundo aspecto de las políticas financieras observado en el caso de México, especialmente importante, consiste en el permanente signo positivo de las tasas reales de interés. Aún más, fuera de ser positivas, se han manejado en estrecha relación con el nivel de tasas de interés en los Estados Unidos, evitando entradas o salidas especulativas de capitales, sean estos nacionales o extranjeros. En tal forma se ha logrado contar con los recursos necesarios para las inversiones que permitan un alto grado de crecimiento económico y financiar los déficit fiscales sin producir inflación.

Un interesantísimo mecanismo financiero aplicado por el gobierno Mexicano consiste en que por ley los empréstitos públicos sólo pueden ser contratados para inversiones que produzcan un incremento directo en los ingresos del organismo o institución que los obtiene.

En síntesis, la política seguida por México ha logrado desarrollar en alto grado un sistema financiero acorde a sus características, coadyuvando a lograr y mantener un ritmo acelerado de crecimiento de la economía, al proveer los recursos necesarios para financiar la inversión requerida.

II- Marco teórico

La sugerencia de políticas económicas debe estar fundamentada en la capacidad de anticipar los efectos de dichas políticas. El propósito de esta sección es precisamente desarrollar en forma breve un marco teórico que ayude a entender las relaciones entre la inflación y el mercado de capitales para poder sugerir en esta forma políticas financieras con base en los efectos que con ellas desean obtenerse.

1. Causas de la inflación

A. Diversos enfoques para el análisis de la inflación

Las discusiones sobre la inflación invariablemente incluyen un conjunto de "causas" que supuestamente la explican:

La inflación de costos atribuye el crecimiento en los precios de los bienes al aumento en los precios de los factores de producción. *La inflación importada* hace referencia a los

efectos de los cambios en los precios de los productos de comercio exterior sobre los precios internos. La *inflación sicológica* imputa presiones inflacionarias a la diseminación de información sobre la inflación misma.

Un análisis crítico de estas ideas excede los límites del presente estudio; para él se ha adoptado el enfoque monetarista al análisis de la inflación. Dicho enfoque es especialmente útil por requerir un volumen modesto de información para predecir la trayectoria del nivel de precios con un grado razonable de confiabilidad.

B. El enfoque monetarista

El enfoque monetarista utiliza los conceptos fundamentales de oferta y demanda de dinero, como extensión de la teoría tradicional de los mercados. Postula como hipótesis fundamentales que la demanda por saldos monetarios reales⁽⁶⁾ es una función estable del nivel de ingreso y del rendimiento nominal sobre activos sustitutos de dichos saldos, y que la oferta de saldos monetarios *nominales* está determinada por la resultante de las acciones, con frecuencia inevitables, de las autoridades monetarias y del gobierno nacional sobre el monto de la base monetaria⁽⁷⁾ y sobre el multiplicador, particularmente sobre la relación de encaje.

En este contexto, el enfoque monetarista postula que la inflación está directamente relacionada con la tasa de crecimiento de la oferta monetaria. Si la oferta monetaria no crece, se espera un régimen deflacionario, puesto que la demanda por dinero aumenta a medida que el ingreso real se incrementa. Si la oferta de dinero crece a una tasa cercana a la promedio de incremento del ingreso real, se espera un régimen de estabilidad en los precios. El caso que más nos concierne es aquel en el cual el crecimiento de la oferta de dinero es significativamente superior al del producto real. En estas condiciones, la variable que se ajusta (elevándose) es la tasa de inflación, para mantener los saldos monetarios reales al nivel deseado por las gentes. Por ejemplo, la tasa promedio de expansión en la cantidad de dinero en Colombia ha sido de 19% para el periodo 1963-1973, mientras que la tasa de inflación fue del 13% para el mismo período, lo cual es aproximadamente consistente con la tasa promedio de crecimiento real del producto registrada en el mismo lapso, (6.1%).

Cuadro 2

TASA DE CRECIMIENTO EN LA CANTIDAD DE DINERO
EN COLOMBIA
1963-1973

1963	12.2
1964	20.9
1965	15.7
1966	14.0
1967	21.9
1968	14.8
1969	19.5
1970	17.2
1971	10.9
1972	24.4
1973	32.7

Fuente: Revista del Banco de la República.

Por otra parte, si la cantidad real de dinero que se desea mantener disminuye, la gente, como no tiene poder sobre la cantidad nominal, sólo puede, a través de una mayor demanda por bienes, elevar el nivel de precios, para reducir así el valor real de la canti-

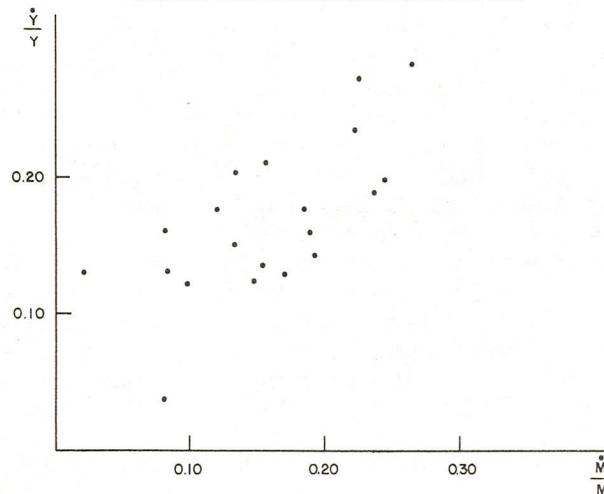
⁶ Valor deflactado de la suma de circulante y los depósitos en cuenta corriente.

⁷ Definida como la suma del circulante y las reservas bancarias.

dad nominal de dinero existente. Como en todo análisis económico, la teoría de la inflación debe distinguir entre el corto y el largo plazo. El largo plazo se define normalmente como aquel período de tiempo necesario para que todos los efectos de alguna acción hayan tenido lugar. En forma residual, el corto plazo se define como cualquier período de tiempo lo suficientemente corto para que solo parte de los resultados de una acción se hayan producido. Así, los efectos de la cantidad de dinero sobre el nivel de precios no se manifiestan completamente en forma inmediata. Por esta razón, la relación que se anotó entre el crecimiento monetario promedio y la tasa de inflación promedio no se cumple de año a año. Como el retardo entre la cantidad de dinero y los precios es variable, las relaciones empíricas entre estas magnitudes no son tan nítidas como la comparación de promedios obtenidos para períodos largos. Por ejemplo, si se comparan las tasas de crecimiento de la cantidad de dinero y del ingreso nominal con un retardo de un semestre de la segunda con respecto a la primera, se obtiene una relación tan solo aproximada.

Gráfico 1

RELACION ENTRE LA TASA DE CRECIMIENTO DE LA CANTIDAD DE DINERO Y LA TASA DE CRECIMIENTO DEL INGRESO NOMINAL



Fuente: Cuentas nacionales, revista del Banco de la República.
Informe anual del gerente a la Junta Directiva de el Banco de la República,
1970 y 1971.

2. Cambios en la oferta monetaria

A. Esquema teórico

De acuerdo con las consideraciones anteriores, la forma de controlar la inflación es actuar sobre el crecimiento de la cantidad de dinero. Es útil entonces tener un esquema de oferta monetaria en términos de las políticas que la determinan. Como se observó anteriormente, la oferta monetaria está determinada por la base y el multiplicador, es decir:

$$M = B \cdot m,$$

donde:

$$M = \text{circulante} + \text{depósitos en cuenta corriente}$$

$$B = \text{circulante} + \text{reservas bancarias}$$

$$m = \frac{1+e}{e+r},$$

donde: $e = \text{relación circulante} - \text{depósitos}$

$r = \text{relación de encaje}$

El cambio en la base monetaria puede presentarse como la suma de cuatro elementos: 1) El déficit gubernamental ajustado, que equivale a aquella parte del déficit no financiada con préstamos del sector privado; 2) La balanza comercial ajustada, que equi-

vale al resultado de la balanza comercial más los préstamos externos de particulares; 3) El crédito interno neto del Banco de la República al sector privado, y 4) Otros.

B. La experiencia colombiana de los últimos siete años

En los últimos siete años el promedio de la contribución a la base monetaria de cada uno de estos componentes⁸ ha sido de 70% para el déficit gubernamental ajustado; 37% para el crédito interno neto del Banco de la República al sector privado y 7% para el renglón de "otros"⁹(10).

En cuanto a la relación de encaje se observan aumentos apreciables durante el período 1966-1969 y en 1973. La relación de circulante a depósitos fue más o menos constante entre 1967 y 1972. En 1973, sin embargo, dicha relación disminuyó, contribuyendo así al crecimiento de ese año en la cantidad de dinero(10).

3. Efectos del mercado de capitales sobre la demanda por dinero

El mercado de capitales ofrece activos con diferente grado de sustitución respecto a lo que se definió como dinero, y la función de demanda por dinero incluye las tasas de rendimiento que ofrecen estos activos, según ya se indicó. Ello tiene dos implicaciones importantes. Por un lado, el desarrollo del mercado de capitales, al ofrecer sustitutos cada vez mejores del dinero, es un factor que reduce el crecimiento de la demanda por dinero a través del tiempo(11). Ello implica una tendencia inflacionaria más pronunciada que la que habría tenido lugar sin este desarrollo, y con la misma trayectoria de la cantidad de dinero. Por otra parte, la disponibilidad de sustitutos muy próximos del dinero, como era el caso de los depósitos en UPAC, con inmediata liquidez y sin pérdida del ajuste ni del interés en caso de retiro, hace que los cambios en la tasa de expansión de la cantidad de dinero tengan temporalmente efectos mayores sobre la tasa de inflación. Si las autoridades monetarias deciden aumentar la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero, la mayor inflación así generada induce a la gente a sustituir dinero por algún activo del mercado de capitales que ofrezca un rendimiento compensatorio de esta mayor inflación, contribuyendo así en forma adicional a la presión sobre los precios.

4. Contribución del mercado de capitales al control de la inflación

Lo dicho en la sección anterior, en el sentido de que el mercado de capitales disminuye la demanda por saldos monetarios reales, al ofrecer sustitutos próximos del dinero, y que dicho efecto puede aumentarse si simultáneamente se amplía la base monetaria, podría llevar a la sorprendente conclusión de que el desarrollo del mercado de capitales contribuye a la inflación y de que por lo tanto puede ser indeseable.

Tal conclusión, desde luego, no es válida si el mercado de capitales se maneja adecuadamente y si se eliminan ciertos obstáculos institucionales que afectan su normal desarrollo.

La fórmula de la oferta monetaria que se expuso en sección anterior, está especificada en términos de las políticas que pueden aplicarse para su control. Una de ellas actúa sobre el multiplicador, principalmente sobre la relación de encaje. Este ofrece posibilidades limitadas para contrarrestar cambios en la base monetaria, dado que solamente puede tomar valores dentro de cierto margen.

En cuanto hace referencia a la base monetaria, ella se relaciona estrechamente con las actividades de crédito del Banco de la República y con el resultado de la balanza comer-

⁸ Hecho el ajuste por operaciones del IDEMA.

⁹ La balanza comercial ajustada da un resultado cercano a 0.

¹⁰ Véase Barro, Robert J. "El Dinero y la Base Monetaria en Colombia 1967-1972", *Revista de Planeación y Desarrollo*, abril-junio 1973, Departamento Nacional de Planeación, Bogotá.

¹¹ Véase L. E. Rosas, *Demand for Money and Financial Intermediaries in a Developing Economy*. Dissertation, Brown University, 1973.

cial ajustada. Unas y otra pueden traducirse en un aumento de la oferta monetaria, en cuyo caso se producirían presiones inflacionarias, o puede optarse por captar recursos del sector privado. La diferencia entre estos dos mecanismos ilustra la distinción entre el mercado monetario y el mercado de capitales. El primero determina la tasa de inflación y la cantidad real de dinero. El segundo la tasa de interés real y el flujo de ahorro. Como bien dice el Dr. Antonio Urdinola en el apéndice a esta ponencia, "Solo los recursos de ahorro voluntario permiten financiar sin inflación...".

Concretamente, el mercado de capitales puede contribuir en dos formas al proceso de estabilización: Ofreciendo la posibilidad de operaciones de mercado abierto y similares, y la financiación con ahorro estable de procesos productivos a mediano y largo plazo.

A. Operaciones de mercado abierto y similares

El proceso de estabilización debe apuntar, en primer término, hacia el control de los medios de pago. La principal posibilidad que ofrece el mercado de capitales en este sentido es su utilización para captar recursos que puedan destinarse a reducir el déficit del gobierno, los préstamos netos del Banco de la República al sector privado y a compensar los efectos de la balanza comercial ajustada. En general, el Gobierno podría emitir bonos con el objeto de financiar inversiones productivas, que de una parte se traduzcan en incremento de la producción y de otra le proporcionen un flujo de ingresos futuros, para atender el pago de los intereses sobre la deuda contraída. Como varias de las inversiones del Gobierno no tienen esta característica, el mecanismo propuesto tiene un alcance limitado. Se debe entonces buscar, como de hecho se están adoptando, soluciones complementarias, en el mayor recaudo de impuestos y en el diseño de criterios más exigentes con relación a las inversiones públicas.

Por otra parte, vale la pena anotar que la agilidad del control monetario por medio de operaciones de mercado abierto o de cambios en el encaje requiere que los bancos mantengan su cartera a corto plazo para que puedan responder con prontitud a los cambios que dichos instrumentos les impongan.

Finalmente se observa que las operaciones de mercado abierto deben ser utilizadas con mesura a fin de evitar efectos inconvenientes sobre los recursos de los intermedios financieros privados.

B. Financiación de procesos productivos a mediano y largo plazo

"Si definimos —dice el Dr. Antonio Urdinola en el anexo a esta ponencia— como mercado de capitales aquel donde se compran y venden dineros (títulos valores) de baja rotación, tendríamos que su creación y ampliación resulta indispensable para financiar en forma no inflacionaria las inversiones a largo plazo". Esta conclusión es aplicable, en general, a procesos productivos de mediano y largo plazo.

Si se acude a emisiones para financiarlos, aumentarán los medios de pago sin que se incremente paralelamente la producción, con efectos de alza en el nivel general de precios.

Aún si tales emisiones se compensan con medidas contraccionistas sobre los bancos del sistema monetario —suscripción de bonos, p. e.— se producirían también efectos inflacionarios, pues la contracción afecta los procesos productivos a corto plazo financiados por los bancos.

5. Eficiencia y estabilidad

Indudablemente, la función principal del mercado de capitales es la canalización del ahorro. El flujo de ahorro, al contribuir al monto de capital de la economía, amplía su capacidad productiva futura.

El cabal cumplimiento de esta función y su desarrollo se garantizan cuando no hay obstáculos sobre la formación de los diferentes precios y tipos de transacciones involucrados en la actividad del ahorro y la inversión.

A. Flexibilidad de las tasas de cambios

La fijación de una tasa única de interés es un obstáculo a la diversificación del mercado según plazos y riesgos; la estipulación de intereses máximos además de reducir muy posiblemente la propensión al ahorro, induce a los ahorradores a que ellos mismos se tornen inversionistas directos en actividades con tasas de rentabilidad social bajas respecto a aquellas que se obtendrían mediante una asignación del ahorro por inversionistas especializados.

De especial importancia para el presente estudio es el efecto de los cambios en la tasa de inflación sobre el mercado de capitales cuando hay rigideces institucionales, como es el caso de tasas de interés fijadas por el gobierno, o rigideces estructurales, como la lentitud en el cambio de la inflación esperada —que se refleja en las tasas de interés cotizadas libremente en el mercado— con respecto a los cambios en la inflación efectiva. No es aventurada la conjetura de que estas rigideces hacen el mercado de capitales más volátil y el flujo de ahorro menor por las fluctuaciones que un proceso inflacionario inestable imprime sobre las tasas de interés real que reciben los ahorradores.

Así pues, la inestabilidad de la inflación es fuente de efectos nocivos en el funcionamiento del mercado de capitales, en especial cuando rigideces de tipo institucional y estructural impiden estabilidad en las tasas de interés real. La contribución del mercado de capitales al sano crecimiento económico hace deseable la eliminación de las rigideces anotadas, con lo cual se lograría un mayor flujo de ahorro, una mejor asignación del mismo, y un mercado de capitales menos volátil. El mayor flujo de ahorro sería resultado de la disponibilidad de instrumentos cuya cotización nominal fuera flexible a fin de asegurar mayor estabilidad en su rendimiento real. La mejor asignación del mismo sería el efecto de la canalización del ahorro por inversionistas especializados. Finalmente, el ágil ajuste de las tasas de interés en los diferentes segmentos del mercado de capitales evitaría los traslados imprevistos de fondos entre ellos.

No es realista suponer, sin embargo, que se pueda implantar un régimen de completa flexibilidad en todo el mercado de capitales. Ello, junto con el hecho de que tendremos que convivir con rigideces en otros sectores de la economía, requiere un ritmo de inflación estable y moderado que optimice la asignación del flujo de inversiones.

B. Relación con la política de precios

Al mismo tiempo, es claramente deseable que un programa de mayor flexibilidad en las tasas de interés sea acompañado por la eliminación de inútiles rigideces institucionales en los precios de los productos, para que las decisiones de inversión de las empresas que los producen no sean afectadas por cambios en las tasas de interés debidos solo a cambios en las expectativas de inflación y para evitar la necesidad de tasas de interés subsidiadas a través del redescuento, como ocurre en varias ramas del sector agropecuario.

Ciertamente no se aboga por una eliminación total de los controles de precios, que se requieren en algunos casos, dada la estructura monopolista u oligopolista de ciertos sectores. Pero el control debe reservarse para situaciones que reúnan por lo menos cuatro condiciones: que los bienes sean de consumo general; que no se produzcan o negocien en condiciones de competencia interna; que esta no sea substituible por competencia externa; a través de importaciones con aranceles razonables, y en fin, que no sea posible actuar a través de la venta no subsidiada de existencias reguladoras por parte del Estado.

Las políticas concertadas en materia de precios y salarios también pueden ser útiles para buscar estabilidad sin controles imperativos, pero no en situaciones de hiperinflación y quizás tampoco a nivel global sino sectorial, dado el carácter relativamenteincipiente de nuestras organizaciones gremiales y laborales.

C. Relaciones con el manejo de la tasa de cambio

Dada la debilidad del sector externo de la economía colombiana y la necesidad de examinar las inversiones extranjeras en función de los intereses del país y de los conve-

nios internacionales suscritos por él, es aconsejable el sistema de control de cambios, adoptado por Colombia desde tiempo atrás. Pero él no debe considerarse como sustituto de un adecuado manejo de la tasa de cambio.

Aparte de la variación relativa de los precios internos y del nivel de precios de los países con los cuales comercia Colombia, así como de la oferta y demanda de divisas, debe tenerse presente para el adecuado manejo de la tasa de cambio el rendimiento de los ahorros y el costo de los créditos en el exterior frente a los que prevalezcan en el interior del país. Una ventaja excesiva en el rendimiento interno puede producir ingresos excesivos de divisas a corto plazo, con efectos inconvenientes de expansión monetaria y creando un pasivo contingente para la balanza de pagos; por el contrario, un rendimiento mayor en el exterior puede producir el éxodo de capitales frente a la competencia de los mercados foráneos, tema que se examinará en la siguiente sección.

D. La competencia de los mercados de capitales foráneos

Igualmente importante para el desarrollo de un mercado de capitales es el que pueda competir con otros mercados de capitales a los cuales tienen acceso (legal o ilegalmente) los ahorradores y poseedores de fondos. De especial relevancia es el atractivo que ofrecen los intereses exentos de impuestos en algunos mercados de capitales foráneos. Dicho atractivo pesa mucho para personas a quienes se aplican altas tasas de tributación, que son precisamente las que detentan buena parte del ahorro nacional. La razón para que así ocurra es que los intereses en esos mercados están determinados por la tasa de tributación del ahorrador "marginal", es decir, por aquel ahorrador de más baja tasa de tributación que ahí prevalece, de modo que los ahorradores colombianos con altas tasas de tributación en el país perciben un "excedente de oferta".

El interés nominal que un inversionista recibe en el extranjero depende directamente de la devaluación esperada de la moneda nacional con respecto a la moneda en que el inversionista decide mantener sus fondos. Esta dependencia hace inestable el mercado de capitales domésticos cuando el manejo de la tasa de cambio crea expectativas de variaciones bruscas en el ritmo de devaluación. De allí la conveniencia de la tasa de cambio flexible adoptada en Colombia en 1967.

III- Bases generales para una efectiva contribución del mercado de capitales al logro de los objetivos prioritarios de la política financiera

De los varios temas enunciados y analizados en las secciones precedentes, conviene hacer énfasis en dos, que se relacionan estrechamente con los objetivos de este estudio. Otros ya fueron objeto de consideración en simposios anteriores, como el de tasas de interés, o serán materia de examen detenido en ponencias específicas durante esta reunión.

Los dos temas en referencia constituyen base importante para las sugerencias que se harán en la sección siguiente sobre contribución del mercado de capitales al logro de los objetivos prioritarios de la política financiera. Son ellos la racionalización del sistema financiero y el incremento del ahorro estable.

1. Racionalización del sistema financiero

La situación financiera actual se caracteriza en Colombia por un alto grado de confusión entre los mercados monetarios y de capitales y, por la falta de homogeneidad, según plazos, de las fuentes y usos del ahorro. Estas circunstancias presentan peligros inflacionarios y afectan la eficiente asignación de recursos.

Es aconsejable, por lo tanto buscar una más nítida diferenciación entre los mercados monetarios y de capitales, y un mayor grado de especialización en el uso de los recursos financieros según sus fuentes.

A. Operaciones del Banco de la República

Para lograr una nítida diferenciación entre los mercados monetario y financiero conviene revisar las funciones del Banco de la República para eliminar aquellas que supongan la sustentación, directa o indirecta de activos financieros a largo plazo, como los bonos de desarrollo económico del gobierno nacional y las cédulas hipotecarias, así como redescuentos de préstamos a largo y mediano plazo y créditos directos de esa índole.

Los bonos de desarrollo económico y las cédulas no deben tener liquidez primaria, mucho menos si éllas provienen del banco central de emisión; su negociación debe hacerse en el mercado de capitales y la cotización de los mismos debe resultar de la oferta y la demanda en dicho mercado. Lo propio puede decirse de otros papeles que hoy sustenta el mencionado Banco.

En el mismo orden de ideas, el Fondo de Inversiones Privadas —FIP— debería trasladarse al Instituto de Fomento Industrial —IFI— y los Fondos de Desarrollo Urbano —FDU— y de Ahorro y Vivienda —FAVI— al Banco Central Hipotecario —BCH—. En esta forma el IFI y el BCH se convertirían en verdaderos bancos de fomento de segundo grado, que se nutrirían con los recursos del mercado de capitales y que apoyarían a las entidades financieras del ramo. El primero a las corporaciones financieras, y el segundo a las corporaciones de ahorro y vivienda y al Instituto de Crédito Territorial —ICT—.

Por cuanto hace referencia al Fondo Financiero Industrial —FFI— los préstamos para activos fijos que hoy otorga podrían suministrarse por la Corporación Financiera Popular —CFP— procurando una adecuada descentralización con el concurso técnico y administrativo del Banco Popular, y buscando asesoría para los pequeños y medianos industriales, en materias técnicas, administrativas y contables de entidades tales como el Servicio Nacional de Aprendizaje —SENA—, FISITEC y otras que tienen o que están en proceso de organizar programas de tal naturaleza. Los préstamos para capital de trabajo a mediano plazo, que hoy otorga el FFI podrían ser atendidos en adelante por el sistema bancario, con recursos provenientes de depósitos a término, según se detallará posteriormente. El Fondo Financiero Agropecuario —FFA— presenta mayores dificultades y las medidas que sobre él se adopten tienen que ser graduales y a mediano plazo. Dentro de una mayor libertad para la fijación de tasas de interés por los bancos, podría lograrse que otorgaran préstamos para cultivos de corto ciclo de producción, con intereses más altos, dado que los riesgos son mayores y menor la reciprocidad en materia de depósitos y operaciones de cambio exterior que los medianos agricultores pueden ofrecer.

Pero según ya se indicó, ello supondría más flexibilidad de precios para los productos agropecuarios. En todo caso, los costos financieros no parecen representar un porcentaje elevado dentro de los costos totales de los cultivos a que se hace referencia.

Los créditos a largo plazo del FFA podrían otorgarse por las corporaciones financieras, los fondos ganaderos y otras entidades especializadas, trasladando a éllas parte de los recursos provenientes de los bonos agrarios que deben suscribir los bancos. Pero esta suscripción debe eliminarse gradualmente, en la medida en la cual las instituciones de fomento capten recursos suficientes en el mercado de capitales. Entre tanto la fórmula más práctica es que los redescuentos continúe haciéndolos el Banco de la República. Culminado el proceso las entidades prestamistas de fomento podrían crear sistemas de compensación para utilizar fondos sobrantes de unas y faltantes de otras.

Las ideas expuestas harían que el Banco de la República recuperara su fisonomía prística de banco central de emisión, hoy mezclada con la de banco de redescuento para operaciones de fomento. Entonces sus operaciones serían únicamente las de préstamos, descuentos y redescuentos de obligaciones a corto plazo de los bancos comerciales. Las recientes medidas sobre cupo ordinario y préstamos de emergencia apuntan en esa dirección y constituyen un muy importante avance.

B. Fuentes y usos de los recursos financieros

Los planteamientos del numeral anterior implican la aplicación de los recursos financieros en atención a su origen. En otras palabras, la especialización de los recursos fi-

nancieros, en el sentido de que los recursos a largo plazo deben emplearse para inversiones de largo plazo; los de mediano plazo para préstamos a mediano plazo y los provenientes de depósitos a la vista para créditos a corto plazo.

Tal especialización debe traducirse en las funciones de los distintos intermediarios financieros y en los papeles que se negocien en el mercado de capitales.

Los bancos comerciales deberían dedicarse a préstamos a corto plazo, sin imponérseles la obligación ni dárseles incentivos para que presten a largo plazo. Aunque nada impide que otorguen préstamos a mediano plazo con recursos provenientes de sus depósitos a término y de ahorro. Los bancos de fomento, entre los cuales se destacan las corporaciones financieras, se especializarían en préstamos a largo plazo, con recursos provenientes del mercado de capitales, para lo cual deben perfeccionarse sus sistemas de captación de ahorro en dicho mercado. Desde luego ello implicaría su ampliación y el apoyo de un banco central de fomento, que podría ser el IFI. Sobre estos particularmente habrá oportunidad de un amplio debate al discutirse la ponencia que acerca de tan importante tema se hará en el simposio.

La responsabilidad por el financiamiento de la vivienda y el desarrollo urbano corresponde a las corporaciones de ahorro y vivienda y al ICT, con el apoyo del BCH, que según ya se indicó se convertiría en un verdadero banco de segunda instancia para tales efectos.

C. Razones para la especialización

Conviene reiterar y ampliar algunas de las razones que motivaron la idea de especialización que preside las sugerencias contenidas en esta sección y anticipar algunas observaciones que en torno a ellas puedan formularse:

Se ha indicado, en primer término el peligro de emisiones del Banco de la República. Ella es clara y demostrable empíricamente en el caso de los fondos o sistemas de sustentación de bonos y otros documentos a largo plazo.

En cuanto a los fondos financieros podría objetarse que, en conjunto, han dado lugar a emisiones. Ello obedece en buena parte al efecto contraccionista del FFA, pero este se ha logrado merced a la suscripción forzosa de bonos agrarios por parte de los bancos, cuyos inconvenientes se analizarán luego y por el natural retardo en la operación del Fondo, que fue creado por la ley 5a. de 1973. También han contribuido financiaciones externas; estas al elevar las reservas netas del Emisor han sido fuentes de expansión del circulante, aunque hayan podido verse compensadas, en el mediano plazo, con giros al exterior por importaciones.

Pero los peligros inflacionarios de los fondos no se derivan solamente de su potencial de emisión. Si ello se compensa con bonos suscritos por los bancos, se merma la capacidad de préstamos de estas instituciones para procesos productivos a corto plazo (salvo en el caso de redescuento de créditos a corto plazo del FFA) en tanto que los dineros recogidos se usan para inversiones a mediano y largo plazo que no se traducen en un aumento a corto plazo de la producción, surgiendo por lo tanto, presiones inflacionarias.

Además, el hecho de que la parte de los recursos de los bancos provenientes de depósitos a la vista se empleen para inversiones o préstamos a mediano y largo plazo, por obligación o por el incentivo del redescuento aparte de producir el fenómeno inflacionario ya anotado, puede crearles dificultades en caso de bajas de depósitos por lenta rotación de la cartera y dificultar por la misma causa las medidas de innovación o de control monetario. En cuanto a lo último, cabe explicar que si la rotación de la cartera es lenta, las modificaciones introducidas en el sistema monetario también tendrán que ser de lenta aplicación (aumento de intereses, p. e.), y las de control o tienen en cuenta ese hecho, o afectan drásticamente los créditos a corto plazo, acentuando así el peligro inflacionario que ya se anotó.

Al mismo tiempo, resulta desaconsejable que parte de los recursos del mercado de capitales se destine a operaciones a corto plazo, disminuyendo las cuantías que podrían destinarse al financiamiento de inversiones a largo plazo, como sucede con los certificados de abono tributario —CAT— cuyo volumen de transacciones en la bolsa excede al de muchos activos financieros a largo plazo. Esta situación, sin embargo tenderá a re-

mediarse, como consecuencia de la disminución del CAT para los exportadores del 15% al 5%, recientemente decretada para los embarques que se realicen a partir del 10. de enero de 1975(12).

El hecho de que en el mercado de capitales hayan logrado tan acentuada participación activos a corto plazo puede también producir efectos inflacionarios al estimular la velocidad de circulación del dinero; similar efecto se produce por la rápida rotación de activos financieros para inversiones de largo plazo. De allí que parezca acertada la recomendación hecha por el Dr. Antonio Urdinola en el apéndice de esta ponencia, en el sentido de que es menester "una revisión rápida de los mecanismos de liquidez y de rendimiento de los títulos-valores... La meta debe ser la de rebajar su velocidad de rotación al mínimo posible, con medidas tales como comisiones de compra-venta a cargo del cliente y no del intermediario (caso bonos de desarrollo); castigos por redención primaria anterior a la maduración del instrumento; rendimientos comerciales sobre saldos mínimos durante períodos extensos, y otras similares".

De hecho se han logrado recientemente avances importantes en la dirección indicada, al sancionar el retiro de dineros amparados por certificados en UPAC antes de seis meses, con la pérdida total del interés y habiendo dispuesto la liquidación de los intereses de las cuentas de ahorro en dichas unidades sobre saldos mínimos trimestrales.

2. Incremento del ahorro estable

La propensión media a ahorrar es baja en Colombia, frente a las metas de crecimiento del producto y de disminución del desempleo. Al mismo tiempo, el mercado de capitales es hoy insuficiente para cumplir a cabalidad las funciones generales que hasta ahora se han planteado y las más específicas que se indicarán posteriormente.

Es imperioso, por lo tanto, un incremento de la propensión a ahorrar, a lo cual contribuirán el crecimiento del ingreso, el desestímulo al gasto suntuario y una mayor flexibilidad de la tasa de interés.

A. Ampliación de la base de ahorrantes

Al lado de estos factores de carácter primordialmente económico, están también los de naturaleza institucional, entre los cuales se destaca el establecimiento de sistemas que permitan ampliar el número de ahorrantes, a través de mecanismos que faciliten el acceso de más colombianos al ahorro institucional y que los mantienen para hacerlo.

Dentro de tales mecanismos se destacan el seguro de vida participativo y el incremento de la tasa de interés sobre depósitos ordinarios de ahorro. El primero se estableció recientemente. Contempla una participación de los asegurados en el 70% de las utilidades de la respectiva compañía, para lo cual se libera a las compañías de seguros de inversiones forzosas. El nuevo sistema contrasta con el existente, donde los asegurados veían perder el valor real de sus ahorros representados por las cuotas, como resultado de la inflación, y pese a algún modesto reconocimiento de intereses. En el presente Simposio se distribuirá un documento que compara los rendimientos del antiguo sistema con los del nuevo y formula otros comentarios sobre este último. Al analizarlo debe tenerse en cuenta que la participación de utilidades puede multiplicar el reducido número de pólizas de seguros de vida actualmente vigentes, incrementando por razones de escala, las utilidades de las compañías.

12 El análisis de esta reducción en cuanto a sus efectos sobre las exportaciones no tradicionales y por ende sobre la balanza de pagos, excede el objetivo del presente estudio. Conviene anotar, sin embargo, que si bien dicha reducción se justifica por razones fiscales, así como por la existencia de exportaciones ficticias y porque algunos productos no requerían del incentivo, dadas recientes dificultades del mercado externo de ciertos productos, puede ser menester una devaluación más acelerada de la tasa de cambio. Aún con esa aceleración podría haber dificultades para la exportación de ciertos artículos, punto que seguramente será objeto de cuidadoso análisis por parte del gobierno. En todo caso, el ritmo de la devaluación deberá ser tal que no estimule fuga de capitales, en detrimento de activos financieros internos, conforme se indicó en el marco teórico.

En cuanto a intereses sobre depósitos ordinarios de ahorro, se elevaron, también recientemente, del 8% - 8.5% al 12% anual; congelando para ello las inversiones forzosas. Esta medida puede incrementar los depósitos de ahorro, como ocurrió cuando la tasa fue elevada del 4% al 8% - 8.5%. Además, contribuye a una más equitativa distribución del ingreso, teniendo en cuenta que los ahorradores en depósitos ordinarios son gentes de ingresos medianos y bajos, que han venido sufriendo la erosión de sus ahorros como consecuencia de tasas de inflación muy superiores al interés percibido.

B. El ahorro y la tributación

Es claro que el ahorro guarda relación muy estrecha en el régimen tributario, el cual puede recaer sobre el principal y/o su rendimiento, incidiendo tanto sobre el monto como sobre la distribución del ahorro.

En el pasado Simposio, uno de los coautores de esta ponencia abogó por la eliminación de las exenciones tributarias, porque ellas distorsionaban el rendimiento comparable de las distintas clases de activos financieros, beneficiando a unos (generalmente los oficiales) y perjudicando a otros. También se anotó entonces el efecto regresivo de las exenciones sobre la distribución del ingreso.

La reciente reforma tributaria eliminó las exenciones para todos los activos financieros, salvo bancos de desarrollo económico y cédulas hipotecarias, y transformó en crédito tributario del 20% la exención establecida por la ley 6a. de 1973 sobre los primeros \$30.000 de dividendos percibidos por contribuyentes cuyo patrimonio líquido no exceda de \$2.000.000.00. El mantenimiento de la exención sobre cédulas y bonos parece obedecer a una escrupulosa interpretación del respeto a los derechos adquiridos y a un deseo de evitar fuga de capitales hoy invertidos en papeles que en la práctica pueden no declararse.

La transformación de la exención de dividendos en crédito tributario elimina el carácter regresivo de la primera y promueve la democratización de las sociedades anónimas, pues constituye un estímulo grande para ahorrantes cuya tasa marginal de tributación no excede del 20%⁽¹³⁾.

Uno de los puntos que más interés ha suscitado en la reforma tributaria es el impuesto a las ganancias ocasionales. Se ha justificado como sistema para desalentar operaciones especulativas, procurando así una mejor asignación de recursos, especialmente financieros. Se ha argumentado, además, que en los papeles de renta fija se grava todo el interés, parte del cual corresponde a la depreciación en términos reales, del activo financiero. Este último razonamiento está encaminado a contestar la objeción de que parte del impuesto a las ganancias ocasionales es un tributo a la inflación.

El impuesto a las ganancias ocasionales grava teóricamente a todos los activos financieros que se venden por mayor valor que su precio de adquisición. Ya como renta, ya a través de un régimen especial que implica una escala menor, cuando se trata de UPAC y de bienes que hayan hecho parte del activo fijo del contribuyente por un término de dos años o más. Para contribuyentes con altas tarifas tributarias la escala reducida significa una disminución pequeña en el impuesto a pagar.

En la práctica, será menester que se establezcan reglamentos y sistemas de control que eviten la evasión del impuesto en el caso de valores al portador que se negocian con descuento, como el CAT y los "títulos de participación" del Banco de la República. De otra manera se discriminaría en contra de las acciones y de otros activos financieros donde las posibilidades de evasión no existen.

Para estimular las acciones de sociedades anónimas que han venido deprimidas durante los últimos años, previniendo así la competencia de activos foráneos cuyo peligro ya se indicó, en reciente comunicado de la Dirección de Impuestos Nacionales, parece indicar la posibilidad de algunos ajustes —legales o reglamentarios— en el régimen de ganancias ocasionales, lo cual resultaría plausible.

¹³ Contribuyentes con renta líquida gravable hasta de \$54.000.00.

En cuanto hace referencia a UPAC, su rendimiento continúa siendo comparable al de otros activos financieros que se negocian ampliamente en el mercado, como cédulas y bonos de desarrollo, a pesar del gravamen impuesto sobre el ajuste de los primeros. Para contribuyentes con tasas marginales del 35% al 45%, el rendimiento de ahorros en UPAC, después de impuestos, puede oscilar entre 14.6% y 15.8%.

De otra parte, subsiste la competencia de activos foráneos y de operaciones extrabancarias no organizadas. Pero el aliciente de unos y otras disminuirá en la medida en la cual baje la tasa de inflación y se reduzca, por ende, el ritmo de la devaluación.

IV- Contribución del mercado de capitales al logro de los objetivos prioritarios de la política financiera

1. El mercado de capitales y la regulación monetaria

A. Operaciones de mercado abierto del Banco de la República

Los bancos centrales pueden emitir y colocar en el mercado de capitales títulos valores para contraer circulante y comprarlos cuando deseen expandirlo. Durante muchos años se contempló el uso de este instrumento de regulación monetaria, por el Banco de la República, dada su flexibilidad y el desgaste de otras herramientas de control del circulante, como el encaje, debido a su frecuente utilización. Se encontraban, sin embargo, dificultades para acreditar los títulos en el mercado, costo para el Banco por los intereses o descuentos de los mismos y urgencia de actuar sobre los medios de pago a través de otros instrumentos de manejo monetario de más rápida aplicación. Además, temían algunos que la contracción resultante de las mencionadas operaciones se viera frustrada por emisiones del Banco para compensar los recursos retirados del mercado de capitales, debido a las múltiples relaciones entre éste y el mercado monetario; así por ejemplo, preocupaba la posibilidad de que los títulos del Banco desplazaran bonos de desarrollo económico que él se vería forzado a adquirir, por conducto del fondo de sustentación, para mantener inalterada su cotización.

Finalmente, la Junta Monetaria autorizó al Banco, a principios de este año(14), para emitir "títulos de participación" con destino a operaciones de mercado abierto. Los títulos emitidos son al portador, sus plazos son de noventa y ciento ochenta días y su rendimiento corresponde al descuento con el cual se venden (19.5% y 20.5%, respectivamente); en caso de recompra anticipada, el interés se reduce en dos puntos(15). Hasta el presente se han colocado más de \$400 millones, sobre una emisión autorizada de \$500 millones. Como no se negocian en la bolsa sino a través de los bancos y los principales adquirentes han sido la Federación de Cafeteros y las corporaciones de ahorro y vivienda, su compra-venta no constituye operación de mercado abierto, propiamente dicha, aunque sí un primer esfuerzo para lograrla(16).

La rentabilidad de los títulos es baja, siendo aconsejable elevarla para hacerlos competitivos en el mercado; al mismo tiempo, deben tomarse las precauciones necesarias para que su rendimiento esté sujeto a impuesto, pues de lo contrario tendrían una ventaja inequitativa sobre otros papeles y afectarían los ingresos fiscales. Así mismo, es aconsejable eliminar la posibilidad de que los adquirentes puedan exigir la recompra de los títulos por el banco antes de su vencimiento. Las deficiencias anotadas pueden obedecer al carácter experimental de las operaciones iniciadas, pero conviene enmendarlas,

¹⁴ Resolución 4 de 1974 (enero 23).

¹⁵ Banco de la República, Circular 3.535 (mayo 21).

¹⁶ En 1968 se hizo un esfuerzo análogo a través de los "certificados de reserva", creados por la Junta Monetaria, pero limitados al sistema bancario. El mecanismo no operó debido a la baja rentabilidad de los certificados frente a ciertos créditos y a algunas inversiones exentas de impuesto sobre la renta, como las cédulas. También influyó la complejidad de la reglamentación y cierta actitud negativa de los bancos frente al nuevo instrumento.

para lo cual se presenta la circunstancia favorable de una mayor capacidad de absorción de los títulos en el mercado de capitales por la reducción del CAT⁽¹⁷⁾ y el menor rendimiento de UPAC⁽¹⁸⁾.

De otra parte, las operaciones de mercado abierto no deben considerarse como substituto de políticas fiscales y cafeteras sanas, ni llevar a ligereza en el manejo de otros instrumentos de control monetario. Ello equivaldría a optar por la vía más fácil, pero ciertamente no la más beneficiosa para el país, pues reduciría las disponibilidades del mercado de capitales para inversiones productivas especialmente a largo plazo.

En principio, las operaciones de mercado abierto deberían reservarse para compensar emisiones estacionales y otras de carácter transitorio del Banco de la República:

Entre ellas se encuentran, en primer término, las destinadas a financiar la compra de las cosechas cafeteras, hasta la venta del grano en el interior o en los mercados externos. Obsérvese que las operaciones de mercado abierto no constituirían así substituto de la retención cafetera establecida en favor el Fondo Nacional del Café y destinada a retirar del mercado, en forma más o menos permanente, los excedentes de producción. Puede ocurrir, sin embargo, que bajas acentuadas en el precio internacional del grano frente a la imposibilidad de disminuir proporcionalmente los precios internos de compra a los productores, traigan por resultado una reducción o eliminación, formal o de hecho, de la retención, que obligue al Banco de la República a financiar los excedentes de producción. Este efecto expansionista puede verse compensado con una baja en las reservas internacionales por menores reintegros de café; pero cuando dicha baja no sea deseable, como ocurre en la actualidad, la emisión sería neta, resultando en tal caso aconsejable apelar a operaciones de mercado abierto, mientras se ajustan otros factores, como los precios externos o la tasa de cambio, o mientras se hace viable una baja de los precios internos pagados a los productores. Empero, tales operaciones podrían eliminarse o reducirse a través de los mecanismos que más adelante se sugieren⁽¹⁹⁾.

En segundo lugar, las operaciones de mercado abierto pueden utilizarse para compensar emisiones transitorias derivadas de la coincidencia temporal de redescuentos de bonos de prenda para la compra de las cosechas que se recolectan y de créditos para la siembra de los nuevos cultivos. Teóricamente, al venderse las cosechas deberían cancelarse los redescuentos de los préstamos para los cultivos respectivos, y de otra parte, al consumirse las cosechas recogidas, debería disminuir el monto de los redescuentos de bonos de prenda, dando margen para descontar los préstamos para nuevos cultivos, que se desembolsan escalonadamente. En la práctica ello no ocurre así, debido a retardos en el flujo de fondos, tamaño diverso de las cosechas semestrales y circunstancias análogas.

Por último, pueden presentarse incrementos rápidos y apreciables de las reservas internacionales, que tengan una duración limitada en el tiempo, dadas las características del sector externo de la economía nacional. Las fluctuaciones del circulante, producto de la mencionada variación de las reservas podría compensarse mediante operaciones de mercado abierto. De otra parte, aumentos permanentes de las reservas internacionales exigen para su adecuada compensación monetaria superávit del gobierno, en cuanto la expansión monetaria correlativa excede los márgenes previstos de ampliación de la base monetaria.

B. Solución de déficit transitorios de tesorería

Con el fin de solucionar déficit transitorios de tesorería, sin apelar a emisión de billetes, podrían crearse y colocarse en el mercado de capitales títulos de tesorería, a corto plazo. El mecanismo sería análogo al de las operaciones de mercado abierto y sobre él

¹⁷ Para exportaciones posteriores al 31 de diciembre de 1974 se disminuyó el CAT, para el exportador, del 15% al 5%.

¹⁸ Debido al tope del 20% impuesto al ajuste monetario, a la disminución del interés a 4% - 4.5% anual y al gravamen que regirá sobre aquél, como ganancia ocasional, a partir del 1o. de enero de 1975.

¹⁹ Infra, D.

caben las mismas observaciones hechas en torno a éstas. La ventaja de separarlas consistiría en hacer que recaiga sobre el presupuesto nacional el servicio de dichos documentos, para que el gobierno no opte por la vía fácil de generar déficit y compensarlos, sin costo directo alguno, a través de operaciones de mercado abierto del Banco de la República. Además, habría cierto control del Congreso sobre los déficit de tesorería, al aprobar la emisión de títulos de tesorería.

Recientes publicaciones de la prensa indican que el gobierno se propone emitir títulos de tesorería hasta por un monto de \$1.000 millones.

C. Financiación de actividades productivas del Estado

El bajo ingreso *per cápita* de Colombia dificulta que los ingresos corrientes del Estado basten para cubrir sus gastos de funcionamiento e inversión. De una parte, la capacidad tributaria es limitada, y de la otra, las necesidades socio-económicas que deben atenderse son ingentes, particularmente si se tiene en cuenta que el concepto de Estado gendarme está revaluado en la época contemporánea, para ser substituido por la de un Estado que contribuya activamente al desarrollo de una infraestructura social y económica adecuada y que supla la iniciativa privada en proyectos que están más allá de las posibilidades de ésta, por el alto monto de inversiones que requieren, los elevados riesgos que implican o su largo período de maduración.

De allí que el país haya tenido que apelar crecientemente a recursos del crédito externo e interno. Pero los primeros no son ilimitados; causan rigideces en el manejo de la política económica; son costosos, especialmente en los actuales momentos, cuando se registran altas tasas de interés en los mercados externos de capital, y pueden llegar a constituir una pesada carga para la balanza de pagos, aunque al presente la relación entre el servicio de la deuda pública externa y los ingresos corrientes de la balanza sea satisfactoria. Desde el punto de vista monetario, la parte de dichos empréstitos que se dedique a financiar gastos locales puede producir emisiones, si el nivel de las reservas internacionales es estable o creciente. Además, las financiaciones externas se condicionan frecuentemente a contrapartidas en moneda nacional, que pueden demandar aportaciones presupuestales adicionales.

En cuanto hace referencia al crédito interno, puede el Estado acudir a emisiones directas o indirectas del Banco de la República o al mercado de capitales. La inconveniencia de lo primero ha llevado al gobierno, desde época anterior, a captar recursos del mercado de capitales mediante la emisión de bonos de desarrollo económico. Pero su colocación no siempre ha sido fácil, por bajo rendimiento e inflexibilidad de su cotización; además, esto último ha conducido a intervenciones del fondo de estabilización del Banco de la República, con los consiguientes resultados expansionistas del circulante. De otra parte, en ocasiones los recursos captados a través de la colocación de bonos de desarrollo se han destinado a inversiones en infraestructura que no son productivas en el corto ni en el mediano plazo, reduciendo al mismo tiempo la captación de ahorros del mercado de capitales para proyectos privados que sí pueden ser productivos en el corto o en el mediano plazo.

Las recientes disposiciones tributarias que mantienen la exención de que gozan los bonos emitidos incrementarán su demanda, permitiendo la colocación de los que están en manos del fondo de sustentación y de institutos descentralizados, y elevando eventualmente su cotización. Además, el gobierno anunció su intención de hacer nuevas emisiones de bonos sin exención, pero con alta tasa de rendimiento.

En tales condiciones, puede el mercado de capitales contribuir a una financiación no inflacionaria para el Estado. Pero en esta materia es menester que se proceda con prudencia, para no inundar el mercado con papeles oficiales, limitando las posibilidades para los privados.

Un criterio encaminado a prevenir ese resultado inconveniente sería el de reservar los recursos que puedan captarse a través de la colocación de bonos de desarrollo para el financiamiento de inversiones productivas que promueva el Estado a través del fomento de la iniciativa privada, asociándose con ella, o supliéndola cuando sea insuficiente. Es-

ta acción es particularmente necesaria para el desarrollo de industrias básicas, según se examinará más adelante.

D. Financiamiento del sector cafetero

El sector cafetero es uno de los que incide más profundamente en la situación monetaria:

—Aumentos de precios y de volúmenes de exportación del grano pueden ocasionar elevación sustancial de las reservas internacionales, con el consiguiente incremento de la base monetaria; ya se expuso la forma en la cual el mercado de capitales puede contribuir a la solución de esta clase de situaciones.

Se requiere financiar la compra de las cosechas, para lo cual generalmente la Federación de Cafeteros acude al Banco de la República; también se indicó ya la posible contribución del mercado de capitales, a través de operaciones de mercado abierto, para compensar las emisiones respectivas.

Es necesario retener los excedentes de producción, función que teóricamente puede realizar sin costo alguno el Fondo Nacional del Café, a través de la llamada cuota de retención cafetera, siempre que esta se encuentre en un nivel suficiente; pero según se advirtió anteriormente, bajas en los precios internacionales, frente a estabilidad en los que se pagan a los productores pueden hacer nominal la retención al utilizarla para subsidiar los precios internos. En tal caso la Federación acude al Banco de la República a fin de obtener los recursos necesarios para hacer la retención, y/o surge la necesidad de reducir el impuesto cafetero, con el consiguiente desequilibrio para el presupuesto nacional y la posible emisión para compensarlo.

En esta forma, las oscilaciones en los precios internacionales del café afectan profundamente la situación monetaria, produciendo expansión cuando suben por aumento de las reservas internacionales y cuando bajan por su impacto sobre la retención y/o el impuesto cafetero.

Esta situación asimétrica, contradictoria, podría remediararse parcialmente utilizando un activo financiero del Banco de la República, que permitiera congelar parte del aumento de los precios internacionales y compensar la baja de éstos a través de su venta en el mercado de capitales.

Concretamente, podría continuarse el sistema de señalar cuotas de retención superiores a las necesarias para congelar los excedentes de producción, cuando suban los precios internacionales más allá de la cuantía que convenga trasladar a los caficultores en la forma de incremento de los precios internos de compra. El margen adicional de retención constituiría un ahorro que ingresaría al Fondo Nacional del Café para que éste pueda evitar el que futuras disminuciones en los precios internacionales se traduzcan en bajas inmoderadas de los precios de compra a los productores.

Este sistema se aplicó parcialmente en años recientes cuando se presentaron alzas de mucha consideración en los precios internacionales del grano, señalando una retención superior a la correspondiente a los excedentes de producción. Empero, no se ejerció un control suficiente sobre el ahorro así captado, en forma que se acumulara exclusivamente para atender bajas en la cotización del grano, que ya están ocurriendo. Además, mediante precios indicativos en el exterior superiores a los reales de venta, dicho ahorro ha venido disminuyendo, planteándose así el peligro de futuras emisiones para retener los excedentes de producción.

El control sería más efectivo y los peligros de emisión disminuirían si el margen adicional de retención se destina en su totalidad por el Fondo Nacional del Café a adquirir títulos valores del Banco de la República, que podrían colocarse por la Federación en el mercado de capitales para obtener recursos que se aplicarían a amortiguar la caída de los precios internacionales, sin acudir a emisiones del mencionado Banco. Los títulos en referencia podrían estar denominados en moneda extranjera y devengar un interés inferior en algunos puntos al que percibiría el Banco por la colocación en el exterior de las divisas recibidas de la Federación. Recientemente se han efectuado algunas operaciones de esta naturaleza, empleando los certificados de futuros de que trata el artículo 13 del decreto — ley 444 de 1967. Pero, de una parte las operaciones se iniciaron con algún

retardo, y de la otra los certificados de futuros no constituyen el instrumento más adecuado para realizarlas, ni por su naturaleza ni por las finalidades que le son propias.

Un sistema como el propuesto evitaría presiones inmoderadas sobre el nivel general de precios cuando aumente la cotización internacional del grano: Evitaría que la totalidad de las divisas adicionales se adquiriera por el Banco de la República a cambio de pesos, y prevendría incrementos súbitos e inmoderados en la demanda de los cafeteros por bienes de consumo, a través del ahorro que implica el margen adicional de retención. De otra parte, cuando los precios internacionales caigan, se amortiguarían las emisiones del Banco de la República para financiar al Fondo Nacional del Café, pues este podría colocar, previa autorización del gobierno, los títulos del Banco de la República en el mercado de capitales. Naturalmente, dado el monto muy cuantioso de las operaciones a que se hace referencia es probable que la Federación no pueda colocar la totalidad de los títulos del Banco de la República en el mercado de capitales, y que éste se vea forzado a adquirir parte de ellos. En consecuencia, la fórmula propuesta contribuiría a aliviar el problema, aunque es dudoso que lo solucione en su integridad.

2. Financiamiento de ventas a plazo y de existencias

Mayor flexibilidad en la estructura general de tasas de interés y la creación de instituciones especializadas, con adecuado control del gobierno, permitiría utilizar mejor los recursos del llamado mercado extrabancario de dinero. La ocasión es particularmente propicia, cuando las recientes medidas tributarias pueden producir algún desplazamiento de recursos hacia dicho mercado. Si éste responde adecuadamente se prevendrían eventuales fugas de capital al exterior.

A. Financiación de ventas a plazo

Las políticas enunciadas harían viable el surgimiento de un mercado de "papeles comerciales", a través de la compra o descuento de los mismos por entidades especializadas del mercado extrabancario.

Dentro de los papeles comerciales que se negociarían deben destacarse los documentos provenientes de las ventas a plazo de bienes de consumo durables. Actualmente los recursos para financiarlos provienen en algunos casos del exterior y en otros de operaciones en el mercado extrabancario no institucionalizado. En el primer caso se presenta expansión del circulante por aumento de reservas internacionales y se generan pasivos externos a corto o mediano plazo, efectos que las autoridades monetarias encuentran inconvenientes y que las llevaron a prohibir el endeudamiento de particulares con el exterior para capital de trabajo, salvo el caso de la resolución 66 de 1971, que señala condiciones bastante estrictas para el mismo. La financiación extrabancaria, por ausencia de regulaciones apropiadas y de instituciones especializadas, adolece de serios defectos.

Frente a esta situación está la creciente necesidad de recursos para financiar las ventas a plazo de bienes de consumo durables, cuya producción y adquisición han crecido sensiblemente. La primera contribuye al aumento del producto y al desarrollo de industrias satélites en el ramo metalmecánico, eléctrico, de plásticos, cojinería, etc. El mayor consumo de bienes de consumo durable corresponde a la movilidad social que viene fortaleciendo los estratos medios de la sociedad, con resultados benéficos desde el punto de vista de mejores niveles de vida y de estabilidad sociopolítica. No se trata, pues, de un fenómeno indeseable, aunque sí pueden justificarse porcentajes mayores de tributación a las ventas y la financiación de éstas puede tener tasas superiores de interés, como ocurre en todos los países. Esta última circunstancia facilita su financiación a través del mercado extrabancario, pero exige, al mismo tiempo, libertad para la fijación de las tasas de interés que puedan cobrarse.

El hecho es que en este campo existe una evidente escasez de recursos financieros debido al auge anotado en el mercado de bienes de consumo durable. Solamente en el sector automotriz se calcularon requerimientos crecientes de financiación que partían de \$599 millones en 1972 hasta llegar a \$609 millones en 1975, a pesos de 1972.

B. Financiación de existencias

La regulación y encauzamiento adecuado de los recursos del mercado extrabancario podrían permitir, en el mediano o largo plazo, eliminar el redescuento de bonos de prenda en el Banco de la República, que es una fuente muy apreciable de emisión y que puede dar lugar a operaciones especulativas, particularmente debido a las tasas de interés que hoy se cobran, las cuales siguen siendo bajas, no obstante los recientes aumentos de que han sido objeto. El almacenamiento de productos más allá del crédito a corto plazo por los bancos (90-180 días) debería hacerse con recursos del mercado extrabancario, cuya alta tasa de interés compensaría las expectativas del incremento de los precios de los productos almacenados, promoviendo así un abastecimiento regular del mercado. En la práctica, el sistema podría operar mediante el traslado de los bonos de prenda que descuenten los bancos, una vez vencido el término de financiación a corto plazo, por dichas instituciones a las entidades del mercado extrabancario, a través de venta, endoso u operación análoga al redescuento.

C. Financiación de cartera industrial

Finalmente, podría también negociarse en el mercado extrabancario la cartera del sector manufacturero de bienes de consumo, que exceda de los plazos comerciales usuales.

D. Participación de los bancos y mayor eficiencia

Se advierte que las anteriores sugerencias no tienden a desplazar la función ni los recursos de los bancos (estos últimos provienen fundamentalmente de depósitos a la vista), sino a procurar cierta especialización y a buscar un mejor empleo de recursos a mediano plazo. Nada debería impedir que los bancos participen en la constitución de entidades especializadas en las negociaciones para las cuales se aconseja utilizar prioritariamente los recursos del actual mercado extrabancario. Por el contrario, ello sería conveniente para reducir costos administrativos y aprovechar la experiencia bancaria y el conocimiento de la clientela.

Una de las ventajas que se aspiraría a lograr mediante la mejor organización del mercado extrabancario es la de economías de escala, a través de intermediarios financieros con mayor volumen de operaciones y amplio conocimiento de las prácticas crediticias.

3. Financiación de capital de trabajo a mediano plazo**A. Necesidad**

Si bien normalmente las necesidades de capital de trabajo deben atenderse con recursos a corto plazo, existen situaciones en las cuales se requiere del mediano plazo. Así ocurre con las empresas que acometen expansiones y con la pequeña y mediana industria en proceso de crecimiento y de mejoramiento administrativo y técnico. Puede suceder lo propio con empresas que deseen fomentarse para procurar descentralización regional, a través de polos de desarrollo, parques industriales e instituciones análogas.

B. Fondo Financiero Industrial

Las consideraciones anteriores se tuvieron en cuenta, por ejemplo, con el establecimiento del Fondo Financiero Industrial —FFI— que como es sabido, está autorizado para redescontar préstamos a mediano plazo en favor de la pequeña y la mediana industria, que se traduzcan en aumentos de la producción y el empleo, a través de un uso más completo y eficiente de la capacidad instalada o de los ensanches proyectados.

Hace un año, en foro organizado por la Corporación Financiera Popular, uno de los coautores de este documento indicaba la conveniencia de eliminar los redescuentos del

Banco de la República a través del FFI, debido a los peligros de emisión que implica y a la complejidad propia de los requisitos para obtener los créditos respectivos(20). A ello podrían añadirse los inconvenientes anotados en la presente ponencia de otorgar financiación a mediano plazo con recursos provenientes de depósitos a la vista.

C. Utilización de los depósitos a término

Una solución al problema planteado en los numerales anteriores podría consistir en destinar a créditos a mediano plazo para capital de trabajo de la pequeña y la mediana industria, de empresas manufactureras en expansión y de las que contribuyan a la descentralización regional, los depósitos a término. Estos, por su mayor estabilidad, se acomodan mejor a financiaciones a mediano plazo, y su tasa de interés más elevada compensa los mayores riesgos y complejidad inherentes al otorgamiento de tales créditos.

Lo anterior implicaría modificar la resolución 51 de 1974 de la Junta Monetaria que permite usar, en general, los depósitos a término para capital de trabajo de los distintos sectores de la economía nacional.

El sistema propuesto parece viable si se tiene en cuenta el rápido crecimiento de los depósitos a término de los bancos que pasaron de cifras tradicionales entre \$60 y \$120 millones a unos \$1.400 millones. Aunque este crecimiento puede ser menor en el futuro por retiros de depósitos a término que tenían constituidos en los bancos las corporaciones de ahorro y vivienda, su monto continuará siendo apreciable, dado su alto rendimiento (24% a 28%, según que el pago de intereses sea anticipado o no).

4. Financiamiento de la vivienda y del desarrollo urbano

A. Vivienda popular

Aunque existen distintas estimaciones del déficit cuantitativo y cualitativo de vivienda, su magnitud es muy grande y se concentra en los sectores de bajos ingresos(21). Estos no tienen acceso al mercado comercial de vivienda; el gubernamental, atendido casi exclusivamente por el Instituto de Crédito Territorial —ICT— es insuficiente, y el de inquilinatos no satisface requisitos mínimos de bienestar. Ello ha llevado al auge de las urbanizaciones piratas(22) y de los barrios de invasión.

Es imperioso, por lo tanto, encauzar recursos crecientes hacia la vivienda popular. Hasta hoy ellos han sido escasos y han provenido fundamentalmente del presupuesto nacional y de inversiones forzosas de bajo rendimiento. A su turno, las inversiones forzosas han impedido a las cajas de ahorro ofrecer tasas atractivas de interés, con efectos negativos sobre el ahorro y la distribución del ingreso, y han impuesto a los bancos la necesidad de destinar recursos a corto plazo para financiaciones a largo plazo del ICT, mecanismo que presenta inconvenientes examinados en secciones anteriores. Recientemente se ha progresado en la eliminación de las inversiones forzosas sobre las cajas de ahorro, lo cual permitió elevar los intereses que ellos reconocen del 8% - 8.5% al 12%. El encauzamiento de mayores recursos de ahorro hacia la construcción y dotación de vivienda popular podría lograrse a través de la emisión y colocación de bonos del ICT con tasas de interés que les permitan competir en el mercado, bien directamente, bien mediante traslados de recursos de las corporaciones de ahorro y vivienda, cuando estos se fortalezcan o del Banco Central Hipotecario —BCH— cuyas cédulas actuales se han hecho más atractivas, a raíz de la reciente reforma tributaria que mantiene las exenciones tributarias de las cuales venían gozando y de la política gubernamental anunciada en el sentido de que las nuevas emisiones de cédulas se harán con tasas atractivas de interés.

²⁰ Gómez Hernando, *Captación de Recursos para la Pequeña y la Mediana Industria*, FEDESARROLLO, Bogotá, 1973.

²¹ Gómez Hernando, *Vivienda y Desarrollo Urbano*, FEDESARROLLO, Bogotá, 1971.

²² FEDESARROLLO, *Configuraciones Jurídicas de los Barrios Piratas de Bogotá*. (Informe de Progreso) Bogotá, 1974.

Podría argumentarse que los préstamos del ICT no resisten altas tasas de interés. Empero, de una parte la capacidad de pago de los presuntos adjudicatarios de viviendas del ICT parece más elevada de lo que tradicionalmente se había pensado(23) y de otra parte los subsidios de interés podrían otorgarse a través de apropiaciones presupuestales que compensaran al ICT la diferencia entre las tasas que ofrecería a los ahorrantes y las menores ratas que fuera indispensable otorgar a gentes de bajos ingresos. Este sistema multiplicaría el efecto de los aportes presupuestales y permitiría dedicar el excedente de éstos para rehabilitación de tugurios y dotación de servicios a urbanizaciones piratas.

B. Vivienda para adquirentes de mayores recursos

Naturalmente, es menester también otorgar financiación para vivienda de estratos económicos más elevados. Esta función deben continuar desarrollándola las corporaciones de ahorro y vivienda. Temen algunos que las medidas recientes puedan ocasionar una baja sustancial de los recursos de tales entidades. Es previsible que el tope de 20% fijado al ajuste monetario, la disminución de intereses al 4% - 4.5% y el cambio de la exención tributaria de que gozaba el ajuste por el sistema especial de ganancias ocasionales sobre corrección monetaria, disminuyan el ritmo de crecimiento de los recursos de las corporaciones. Pero tales medidas se justifican pues el rendimiento comparable de UPAC era excesivo, causaba distorsiones en la asignación de recursos financieros y producía efectos regresivos sobre la distribución del ingreso.

El nuevo régimen mantiene para UPAC una tasa de interés atractiva del 24.8%-25.0%. Descontado un impuesto del 35% al 45%, en que se estima la tasa marginal de tributación para un mediano ahorrador, el rendimiento neto después de impuestos del UPAC sería del orden del 15% al 17%, comparable o aún superior al de las cédulas y bonos exentos de impuesto sobre la renta, cuya tasa efectiva de interés oscila entre 14.6% y 15.8%. Además, recientes comunicados del gobierno indican que parte de la ganancia ocasional podría estar exenta de impuesto, con lo cual el rendimiento de UPAC, se aproximaría al de activos financieros respecto de los cuales podría haber cierto grado de evasión tributaria.

Finalmente conviene destacarse el potencial que para la financiación de vivienda ofrecería un mercado secundario de hipotecas, sobre cuyo establecimiento en Colombia se ha insistido y acerca del cual versa una de las ponencias que se presentará en este Simposio, razón por la cual se observa en esta solamente que las barreras a tal iniciativa parecen ser primordialmente de carácter institucional, y por lo tanto de solución relativamente expedita.

C. Fondo Financiero de Desarrollo Urbano

En cuanto hace referencia a la financiación de vías recuperables por valorización, parques y zonas verdes, parece que el redescuento ofrecido por el Fondo de Desarrollo Urbano —FDU— del Banco de la República ha sido eficaz. Sin embargo, dados los peligros de emisión que el Fondo implica por ser cuenta del Banco de la República y la inconveniencia de que los bancos comerciales lo utilicen por ser los recursos de éstos a corto plazo, convendría trasladarlo al Banco Central Hipotecario y efectuar el encauzamiento de sus recursos a través de las corporaciones de ahorro y vivienda y otras entidades especializadas en préstamos a largo plazo.

D. Fondo de Ahorro y Vivienda

Es oportuno indicar también la conveniencia de trasladar el Fondo de Ahorro y Vivienda —FAVI— del Banco de la República al Banco Central Hipotecario. En esta for-

ma se alejarían peligros de emisión, pues las necesidades de recursos que un momento puedan tener las corporaciones del ramo podrían atenderse con recursos de ahorro, provenientes de la colocación de cédulas en el mercado de capitales.

E. El Banco Central Hipotecario como Banco de segundo grado

Las medidas sugeridas sobre financiación del ICT y traslado al BCH de los fondos de desarrollo urbano y de ahorro y vivienda al Central Hipotecario lo transformarían en un banco de segundo grado para estimular los programas de vivienda y de desarrollo urbano con recursos de ahorro —no de emisión— y dentro de un sano criterio de especialización. El momento parece muy oportuno para lograr este avance institucional, teniendo en cuenta la apreciable demanda por cédulas del BCH que se espera en el futuro.

5. Financiamiento de inversiones de larga maduración

A. Conveniencia de tales inversiones

El país está abocado a desarrollar proyectos que requieren grandes inversiones y que suponen períodos de maduración más o menos largos. Tal es el caso de los desarrollos siderúrgicos, que presuponen inversiones del orden de \$20.000 millones para elevar la producción de Paz de Río al millón de toneladas y para establecer una adecuada laminación en frío. Otro ejemplo es el desarrollo de los campos de gas de la Guajira y de la industria petroquímica a ellos asociada, que puede implicar inversiones superiores a los US\$600 millones.

Desde luego, es importante el desarrollo de la pequeña y la mediana industria. Pero Colombia requiere también industrias básicas, por razones de autonomía nacional y para propiciar el avance de las pequeñas y medianas, las cuales no pueden florecer sin la seguridad de un abastecimiento regular y de precios estables, sin estar al vaivén de los excedentes de exportación de países más avanzados. Por lo demás, ello contribuiría también al proceso de estabilización.

B. Insuficiencia de recursos internos

Es desde todo punto de vista aconsejable que el capital nacional adelante o al menos participe en dichos proyectos. Pero las sumas son tan elevadas, que los recursos del ahorro interno resultan actualmente insuficientes.

Se requieren por lo tanto, nuevos mecanismos y sistemas que promuevan el ahorro y que permitan utilizarlo en la clase de proyectos que viene comentándose. La responsabilidad primera recae sobre los bancos de fomento; muy concretamente, sobre las corporaciones financieras. Estas, a su turno, requieren del apoyo gubernamental para captar recursos internos y para encauzar ordenadamente y en forma compatible con los intereses nacionales ahorros externos (preferiblemente en la forma de préstamos) que puedan estar disponibles para tal fin.

De allí el modelo planteado en la sección III de este documento, que prevé una banca de fomento dinámica encauzando recursos de ahorro interno y un banco central que la apoye, misión que podría desempeñar el IFI.

C. Carga financiera excesiva durante el período de maduración de las inversiones

No solamente la insuficiencia de recursos de ahorro a largo plazo, sino la carga excesiva que puede implicar la financiación durante el período de maduración (4 a 5 años) constituye serio obstáculo para los proyectos a los cuales viene haciéndose referencia.

Para solucionar el problema planteado solamente parecen existir dos alternativas: la capitalización de intereses durante el período improductivo de la inversión y su descuento por la corporación respectiva en el IFI, o la emisión de títulos valores por las corpo-

raciones financieras que distingan entre la inflación y la tasa real de interés, para capitalizar el monto de la primera y reconocer la segunda a los ahorrantes. Empero, este último sistema solamente es aconsejable para períodos de hiperinflación, pues presenta riesgos que uno de los coautores de esta ponencia destacó en el pasado Simposio, a propósito de UPAC, como son las expectativas de inflación y el traslado de la inflación pasada a períodos futuros, aunque este último problema podría solucionarse si el ajuste se hiciera con base en metas decrecientes de inflación, previamente establecidas o concertadas. En todo caso, la mejor solución se halla en disminuir el ritmo de inflación a niveles compatibles con la carga financiera que inversiones de larga maduración pueden soportar. Es ésta una razón más para la prioridad dada al proceso de estabilización. Corresponde a las ponencias sobre corporaciones financieras y sobre mecanismos de *underwriting* analizar más a fondo el tema de financiación de proyectos de larga maduración, que apenas se ha dejado esbozado en las líneas precedentes.

ANEXO

LA FINANCIACION DE INVERSIONES A LARGO PLAZO Y EL CONTROL DE LA INFLACION

Por: Antonio J. Urdinola

I- Planteamiento del problema

Cuando un país tiene, como Colombia, una población pobre en su gran mayoría y creciendo al 3.2% anual, las solas medidas redistributivas no son suficientes y se requiere un intenso esfuerzo en materia de inversiones de todo tipo, destinadas a ampliar y mejorar la capacidad productiva nacional, tanto en sus aspectos laborales como físicos. La mayor parte de esas inversiones tiene períodos improductivos que van de un año a diez años y mientras tanto demandan mano de obra, e insumos que no son importables siempre. Durante esta etapa improductiva, es necesario que la financiación de la inversión se haga con recursos provenientes del ahorro, por lo menos para aquella parte que implica gastos en moneda nacional. De lo contrario, se crean presiones inflacionarias, bien conocidas, durante la etapa improductiva de la inversión.

Hasta aquí, no existe debate alguno sobre el problema. Las dudas comienzan a surgir al pensar qué se entiende por recursos financieros provenientes del ahorro. ¿Da lo mismo que el financiamiento venga de numerosos ahorros de corto plazo, de rápida rotación que de una sola fuente estable? Aparentemente, lo da, diríamos, si se contempla cómo en Colombia y en el resto del mundo la tendencia es a usar, cada vez más, fuentes rotatorias de corto plazo (el llamado rollover) para financiar inversiones a largo plazo. Tales, por ejemplo, la situación con el Fondo Financiero Agropecuario a más de un año; con buena parte de los recursos de UPAC, de Cédulas Hipotecarias, de Bonos de Desarrollo, Títulos de Participación, etc...

El objeto de esta nota es mostrar claramente las diferencias existentes entre ahorros estables y rotatorios en lo que a efectos inflacionarios se refiere, cuando se usan para financiar inversiones a largo plazo. Para ello, se da un pequeño ejemplo.

II- Análisis

Supongamos una economía cerrada al comercio externo en la cual no hay más clases de dinero en circulación que los billetes del Banco Central. No hay tampoco otros intermediarios financieros de ningún tipo. En el momento analizado, la economía tiene billetes en circulación por la cantidad M, con una velocidad de rotación en términos del in-

greso nacional de V; un ingreso real de Y por año y un nivel de precios de P. Por tanto, $MV = PY$.

Se desea de repente ampliar la capacidad productiva de la economía con una inversión a largo plazo de valor N, que no estará en condiciones de generar bienes adicionales antes de cinco años, por ejemplo. Por tanto, hay tres alternativas:

- Se aumentan los billetes en circulación en N, a través de concederle un crédito a largo plazo al inversionista. En ese caso, $(M + N)V = PY$; como el ingreso real no aumenta a corto plazo, y la velocidad puede considerarse relativamente estable, este tipo de financiación será inflacionaria; el aumento en los medios de pago, o sea en la oferta monetaria, elevará el nivel de precios.
- Se impone un bono a 5 años de suscripción y tenencia forzosa a los habitantes del país, por valor N, y se entregan esos billetes al inversionista. En ese caso, los medios de pago M no aumentan como en el anterior; sin embargo, parte de los billetes vendrá de consumidores y parte del capital de trabajo de las empresas que de esa manera tendrán que reducir su producción. El inversionista demandará inmediatamente bienes por valor N, pero al haber caído el ingreso real por falta de producción, el nivel de precios tenderá a elevarse, aunque menos que en el caso anterior, ya que *en parte* hubo sustitución del consumo de los compradores del bono por el del inversionista. Entre mayor sea la descapitalización del sector productivo, más altos serán los efectos inflacionarios. Por tanto, lo ideal sería sacar los recursos de los consumidores, en un 100%. Esto se analiza más abajo⁽¹⁾.
- Se emite un bono de suscripción voluntaria, por valor N. Esta será una nueva clase de dinero en la economía, pero para impedir su circulación se hace irredimible e intransferible también, como en el caso anterior, antes de 5 años. Por tanto, la velocidad de rotación de ese dinero, el bono, será de cero a corto plazo.

La ecuación queda entonces:

$$MV + Bb = PY$$

donde B = valor de los bonos en circulación, b = velocidad de rotación de los bonos. Como esta última es cero por suposición, la ecuación revierte a $MV = PY$. Dado que el bono fue de suscripción *voluntaria* se entiende que fue adquirido únicamente por ahorradores; al pasar esa capacidad de compra al inversionista, se produce una simple sustitución de consumidores, sin que el capital de trabajo de las empresas se afecte. Por tanto, el M y Y siguen iguales y con ellos el nivel de precios. No hay inflación.

Los ejemplos anteriores permiten sacar algunas conclusiones. Primera, que sólo recursos provenientes del ahorro voluntario permiten financiar sin inflación las inversiones a largo plazo. Segunda, que la captación de ese ahorro voluntario requiere la creación de tipos de dinero de baja rotación; a medida que esta aumenta, el término Bb en la última ecuación adquiere valores positivos y la demanda monetaria comienza a incrementarse, con efectos inflacionarios a corto plazo.

III- Implicaciones del análisis

Para efectos de medir el impacto inflacionario de financiar inversiones a largo plazo con fondos provenientes de distintas clases de ahorros, es necesario tener en cuenta que todo saldo monetario ocioso es temporalmente un ahorro transferible. Sin embargo, el análisis anterior demostró cómo no da lo mismo financiar inversiones a largo plazo con ahorros rotatorios que sólo duran una semana en promedio (caso cuentas corrientes, por ejemplo), que con bonos intransferibles a mediano plazo.

¹ Este ejemplo es el que se aplica a la manera como se financia hoy el Fondo Financiero Agropecuario de largo plazo.

De allí que la característica clave que debe buscarse en un dinero de cualquier tipo como instrumento anti-inflacionario es su velocidad de rotación. A menor velocidad, más puro el ahorro y más apto para financiaciones a largo plazo.

La velocidad de rotación de las distintas clases de dineros está estrechamente ligada a dos factores: liquidez y rendimiento. En una economía con dinero de circulación forzosa, como la colombiana, la liquidez de un título-valor se mide por su capacidad de ser convertido en un mayor o menor plazo en moneda o billetes del Banco de la República. Desde este punto de vista, los títulos se dividen, un poco arbitrariamente, en dineros y cuasidineros; generalmente se traza la línea de separación llamando dineros a la moneda; billetes y cheques, y cuasidineros a las tarjetas de crédito, certificados de depósito, cédulas, bonos, acciones, etc... La validez de esta costumbre depende lógicamente de factores institucionales y por lo tanto variables.

Los rendimientos de un título-valor, de otra parte, se determinan según los dividendos, intereses, comisiones o valorizaciones que genere durante un período de tiempo. La velocidad de rotación de un dinero, entonces, será mayor a más alta liquidez y a menores rendimientos. Si definimos como mercado de capitales aquel donde se compran y venden dineros de baja rotación, tendríamos que su creación y ampliación resulta indispensable para financiar en forma no inflacionaria las inversiones a largo plazo.

El mercado de capitales nacional está formado por los ahorros transferibles que se hallan colocados en acciones, bonos, cédulas, depósitos de ahorro a la vista y a término, tanto tradicionales como en UPAC, títulos de capitalización, de participación, etc..., o sea los cuasi-dineros.

Debido a las tendencias inflacionarias de la economía y a la desconfianza de los ahorradores en su estabilidad institucional, los intermediarios financieros se han visto obligados a aumentar progresivamente la liquidez de sus títulos valores, lo mismo que sus rendimientos. Por ejemplo, hasta que el gobierno actual prohibió redimir los Certificados de Depósito antes de su vencimiento, prácticamente todos los títulos-valores tenían liquidez primaria total, o sea que eran redimibles por el emisor del título a su presentación, independientemente de su período de madurez. Tal es el caso aún con los Bonos de Desarrollo, las Cédulas Hipotecarias, las cuentas de ahorros de todas clases, los bonos de las Corporaciones, etc...

Esta exagerada liquidez de los cuasidineros no sólo aumenta su velocidad de rotación con graves efectos inflacionarios cuando se usan para financiar inversiones a largo plazo, sino que también crea la posibilidad de una enorme emisión de respaldo por parte del Banco de la República en caso de un pánico financiero, como casi ocurre con los UPAC recientemente, fuera de que pone en peligro la estabilidad de los intermediarios.

Nuestro mercado de capitales, entonces, exige una revisión rápida de los mecanismos de liquidez y de rendimientos de los títulos-valores cuyos recursos se van a llevar a inversiones de largo plazo: Bonos, cédulas, certificados de depósito, cuentas de ahorro, títulos, etc... La meta debe ser la de rebajar su velocidad de rotación al mínimo posible, con medidas tales como comisiones de compra-venta a cargo del cliente y no del intermediario (caso Bonos de Desarrollo); castigos por redención primaria anterior a la maduración del instrumento; rendimientos comerciales sobre saldos mínimos durante períodos extensos, y otras similares. De esta manera se impedirá que excesos temporales de liquidez, de rápida rotación, vayan sin costo alguno a incrementar los saldos de instrumentos de captación de ahorro que se estén destinando a inversiones a largo plazo, como los UPAC, las cuentas de ahorro, las Cédulas del Banco Central Hipotecario, los bonos del Estado y los privados.

IV- Recomendaciones

1. Buscar que los fondos del Banco de la República que se destinen a financiar inversiones a largo plazo (el FIP, partes del Fondo Financiero Industrial y del Fondo Financiero Agropecuario, el Fondo Financiero de Desarrollo Urbano) se nutran de recursos

provenientes de ahorros de baja rotación y no de cuentas corrientes, como es el caso con el Fondo Financiero Agropecuario de largo plazo.

2. Dedicar los recursos provenientes de saldos de rápida rotación a capital de trabajo y a consumo de corto plazo.
3. Dedicar los fondos de baja rotación a las inversiones a largo plazo, buscando introducir cambios institucionales que disminuyan la liquidez y aumenten los rendimientos donde sea necesario para halagar a los ahorradores a conservar estables sus saldos.

Capítulo 4

DEFICIT FISCAL, POLITICA MONETARIA Y DISTRIBUCION DEL CREDITO

Antonio Hernández Gamarra*

I- Introducción

El propósito de este trabajo consiste en señalar la interrelación cualitativa y cuantitativa que existe entre la política monetaria y la política fiscal, y las repercusiones que tal interrelación plantea sobre la distribución de los recursos financieros entre el sector público y el sector privado. Al mismo tiempo se procederá a señalar los cambios que han venido ocurriendo en la estructura financiera como consecuencia de dicha interrelación y de la política monetaria que la guía.

Pero antes de entrar en materia es preciso que se desarrolle los instrumentos con los cuales se va a abordar el problema para unificar los conceptos y, en la medida en que la presentación difiere de la tradicional, de enfatizar la importancia y validez del enfoque que se seguirá en este estudio.

II- Los conceptos básicos

1. La base monetaria

Toda presentación tautológica de un problema se basa en cierta concepción teórica sobre la importancia analítica de determinadas variables económicas. En el caso de la política monetaria, la concepción de que la autoridad monetaria (la Junta Monetaria en el caso colombiano) controla, o puede controlar, los pasivos monetarios del Banco de la República, y a través de dicho control determinar con un grado aceptable de aproximación, los medios de pago que existirán en la economía, lleva a formular el que esos pasivos sean el eje sobre el cual se centra el análisis monetario.

Los pasivos monetarios, conocidos también con el nombre de base monetaria o dinero de alto poder, están compuestos por los billetes en circulación y por los depósitos que los bancos mantienen como reservas (encajes) en el banco central o Banco de la República en nuestro caso.

*Este trabajo fue elaborado en junio de 1974 y presentado en su versión original durante el Simposio.

2. La demanda por la base monetaria (usos de la base)

Por definición la base monetaria está constituida pues, por una parte de los pasivos del banco central(1). Estos dos componentes del balance del banco central tienen en común que, o bien son directamente medios de pago (como en el caso de los billetes en circulación en manos del público), o bien permiten o sostienen la generación de medios de pago en la forma de depósitos en cuenta corriente (como en el caso de los billetes en circulación en caja de los bancos y de los depósitos que estos últimos mantienen como reserva legal en el Banco de la República).

O sea que la base monetaria se puede mirar como la suma de dos demandas:

A.La demanda directa del público no bancario por medios de pago en la forma de billetes (dinero de bolsillo); esta demanda tiene su origen en aquellas transacciones que por su limitada cuantía son demasiado costosas para realizar con cheques y depende de factores tales como el grado de monetización de la economía, la difusión del sistema bancario, la importancia del comercio al menudeo, el grado de urbanización, etc.

B.La demanda del sistema bancario por reservas, o encajes como también se les denomina; esta es una demanda derivada o sea que el sistema bancario la hace con el propósito de incrementar sus operaciones rentables (préstamos e inversiones, en una clasificación general) y a través de ellas generar medios de pago (depósitos en cuenta corriente), o con el propósito de mejorar por cualquier razón su posición de liquidez.

Como se ve pues, la base monetaria se compone de un elemento que es directamente medio de pago y de un elemento que, sin serlo directamente permite su generación. Sobre estas distinciones y cuantificaciones no existe en la literatura mayor disputa. Es indiferente que el total de medios de pago se divida por la base para obtener, por definición, un multiplicador de expansión de la base monetaria, o que al total de medios de pago se le resten los billetes en poder del público, obteniendo así los depósitos en cuenta corriente, y luego este resultado se divida por las reservas para obtener también por definición un coeficiente de expansión de las reservas bancarias. Los dos coeficientes de expansión, aun cuando numéricamente diferentes, no son independientes; esto es, conocido cualquiera de los dos y la composición de la base, que utilizan implícitamente ambos procedimientos, el otro queda automáticamente determinado. Aquí utilizaremos el procedimiento de analizar los cambios en términos de la base y su coeficiente de expansión, en razón de que este método es el usual en las presentaciones de la Junta Monetaria.

3. La oferta de la base (orígenes de la base)

Por el lado de sus orígenes la base puede mirarse como el resultado de restar al total de activos del Banco de la República (incluida la moneda de Tesorería) los pasivos no incluidos dentro de la base, o sea los llamados pasivos no monetarios; naturalmente, que si el procedimiento fuera seguido literalmente, esto no tendría ninguna utilidad práctica puesto que la oferta de base así obtenida es consecuencia de la definición de base y del principio contable de que activos y pasivos deben ser iguales en cualquier balance.

Sin embargo, ese procedimiento contable puede utilizarse para hacer una clasificación de los activos del Banco de la República y de los pasivos no monetarios del mismo, que arroje luz sobre las fuerzas económicas, políticas o sociales a las cuales se deba la formación de la base y su evolución.

Es precisamente en dicha clasificación donde este trabajo, que a grandes rasgos sigue la metodología introducida por Barro(2), es novedoso respecto a la presentación de los

¹ En Colombia a estos pasivos hay que sumarles la moneda fraccionaria que tiene la característica de ser un pasivo de la Tesorería y no del Banco.

² Barro R. El dinero y la base Monetaria en Colombia. *Revista Planeación y Desarrollo*. Volumen V. No. 2.

conceptos y las cifras. En efecto aquí se parte del hecho fundamental de que el crecimiento en las reservas internacionales (tal como se mide entre dos fechas de corte de balance del Banco de la República) no es por sí solo indicativo de una sana política económica, y que tal afirmación solo puede hacerse en la medida en que se conozcan los factores que han dado lugar a dicho cambio.

Es por ello que en las cifras que se analizarán más adelante, sobre los orígenes de la base, no aparece el concepto de cambios en las reservas internacionales como tal, sino que aparece dicho cambio como la suma de dos factores:

A - El endeudamiento externo neto del gobierno nacional.

B - Lo que aquí se denomina la balanza cambiaria ajustada, que a grandes rasgos puede interpretarse como el flujo neto de divisas (convertidas a pesos) que recibe el país como consecuencia del intercambio de bienes y servicios privados. Se dice que a grandes rasgos, por cuanto no se ha considerado la totalidad del endeudamiento externo oficial, en vista de las dificultades conceptuales y estadísticas para estimar el endeudamiento externo de los institutos descentralizados.

Así pues separamos el crecimiento de las reservas internacionales entre la parte debida al factor cambiario propiamente dicho, de la parte atribuible al presupuesto nacional.

Naturalmente que el efecto total del presupuesto nacional sobre la generación de los medios de pago está constituida además por el crédito interno neto del Banco de la República al gobierno. En esta forma los orígenes de la base se componen de los siguientes cuatro elementos:

a- Presupuesto nacional que, (como quedó dicho incluye el endeudamiento externo del gobierno nacional más el endeudamiento con el Banco de la República) básicamente es la financiación monetaria del déficit de caja del gobierno.

b- Balanza cambiaria ajustada.

c- El crédito interno del Banco de la República, excluido el gobierno nacional.

d- Depósitos de importación; bajo este rubro se incluyen los depósitos previos y en 1973 los anticipos para pagos al exterior.

III- El crecimiento de los medios de pago y sus efectos

El cuadro 1 señala la tasa de crecimiento que han presentado los medios de pago en cada uno de los años del periodo que se ha escogido para hacer el análisis.

La primera característica que se observa en dichas cifras es que, independientemente de la escuela económica a la cual se pertenezca, dicho crecimiento ha sido incompatible con un crecimiento moderado en el nivel general de precios.

En efecto, aún suponiendo que la elasticidad-producto de la demanda por dinero fuese ligeramente superior a la unidad, esto señalaría que la oferta de dinero no debería crecer a tasas superiores al 18% como máximo, en el supuesto de que el producto nacional crezca a tasas cercanas al 7% y de que una tasa anual de inflación del 8% fuese políticamente tolerable y económicamente deseable. (Ha sido ampliamente demostrado en la teoría económica, que una vez que la economía se ha acostumbrado durante largos períodos a convivir con alzas en el nivel de precios, la estabilidad absoluta resulta en una menor tasa de crecimiento y en costos sociales en materia de asignación de recursos).

Así a partir de 1971 en Colombia se ha producido una expansión monetaria que antes que contribuir a la estabilidad económica ha sostenido permanentemente los nuevos niveles de costos tanto de los bienes nacionales, como de los importados.

Y esto no niega en ningún caso que el fenómeno externo (la llamada inflación importada) no hubiese tenido alguna incidencia, lo que enfatiza es que dichos factores han sido menos importantes de lo que suele afirmarse, según se desprende de las cuantificaciones que se han elaborado para estos fines⁽³⁾.

³ Véase, *Coyuntura Económica*. Enero-abril 1974.

IV- Determinantes del crecimiento de los medios de pago

1. La base monetaria

¿Pero cuáles han sido las variables que han estado incidiendo sobre ese inmoderado crecimiento de los medios de pago?

"La respuesta tradicional a esta pregunta es que la prosperidad cafetera y más recientemente la prosperidad exportadora en general nos inundó de dólares", que una vez convertidos a pesos explican el inmoderado crecimiento de la base monetaria.

Cuadro 1

CRECIMIENTO ANUAL DE LOS MEDIOS DE PAGO
Período 1967-1973. Cifras porcentuales

	1973	1972	1971	1970	1969	1968	1967
Crecimiento de los medios de pago	29.1	24.4	10.9	17.2	19.5	14.8	21.9
1) Atribuible a la base	32.6	25.4	- 8.8	19.9	28.0	33.9	21.1
a. Presupuesto Nacional	18.7	23.3	15.4	12.8	12.6	10.6	6.7
b. Balanza cambiaria ajustada	8.5	6.6	- 4.5	- 3.1	- 1.6	-	- 0.1
c. Crédito interno neto del Banco de la República (excluido Tesorería-Presupuesto)	11.8	- 2.1	- 4.0	12.4	20.2	28.6	11.3
d. Depósitos de importación	- 6.4	- 2.4	1.9	2.2	- 3.2	- 4.8	3.2
2) Atribuible al multiplicador	- 2.6	- 0.9	2.0	- 2.2	- 6.6	- 14.3	0.6
a. Coeficiente efectivo/depositos	3.1	- 0.3	0.3	- 0.9	0.5	- 0.9	3.2
b. Coeficiente de encajes	- 5.7	- 0.6	1.7	- 1.4	- 7.5	- 15.8	- 2.2
3) Factor de ajuste	- 0.9	- 0.1	0.1	- 0.5	- 1.9	- 4.8	0.2

Fuente: Anexo; en algunos casos, las sumas no son exactas debido al carácter aproximado del método utilizado.

El cuadro 1 no deja lugar a dudas de que la variable fundamental en la generación de los medios de pago es la base monetaria, puesto que en la mayoría de los años estudiados la base explica más del 100% del crecimiento en los medios de pago; (véase el cuadro 2) dicho en otra forma, el multiplicador de la base ha tenido un crecimiento negativo especialmente por la elevación que ha sufrido el coeficiente de reservas (encajes).

A. La balanza cambiaria ajustada

Pero a su vez ¿por qué ha crecido la base? La respuesta que centra el análisis en el crecimiento de las reservas internacionales se basa en una explicación contable de escaso poder analítico como se señaló atrás. Tal como se puede ver en el cuadro 1 la balanza cambiaria ajustada, que como se explicó antes nos da el flujo neto de dólares como consecuencia del intercambio de bienes y servicios y del endeudamiento del sector privado, no habría producido graves traumatismos ni en el manejo monetario ni en el crecimiento de los medios de pago.

Porque debe entenderse claramente que lo que señala el cuadro 1 es cuántos puntos del total del crecimiento son atribuibles a cada una de las variables que allí se indica. Dicho de otra forma, si todos los demás factores hubiesen sido neutrales desde el punto de vista monetario, en el año en el cual la balanza cambiaria hubiese producido la mayor expansión habría sido 1973, en el cual de los 29 puntos porcentuales en que crecieron los medios de pago, 8.5 son atribuibles a la variable que analizamos; o sea que, según se muestra en el cuadro 2, la balanza cambiaria ajustada no explica en ningún caso más del 29% del crecimiento en los medios de pago. Y peor aún, en años anteriores a 1972 la contribución de esta variable fue negativa, lo cual significa que los exportadores ofrecieron menos dólares al Banco de la República de los que él mismo les vendió a los importadores para que estos suplieran la demanda por bienes y servicios prove-

nientes del exterior. Este cambio en el signo de la balanza cambiaria habría de tener importantes repercusiones, como se verá más adelante.

Cuadro 2

PARTICIPACION DE LA BASE Y DEL MULTIPLICADOR
EN EL CRECIMIENTO ANUAL DE LOS MEDIOS DE
PAGO (Cifras Porcentuales)

	1973	1972	1971	1970	1969	1968	1967
Medios de pago	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1) Atribuible a la base	112.0	104.1	80.7	115.7	143.6	229.1	96.3
a. Presupuesto Nacional	64.3	95.4	141.3	74.4	64.6	68.2	30.6
b. Balanza cambiaria ajustada	29.2	27.0	- 41.3	- 18.0	- 8.2	-	- 0.5
c. Crédito interno neto del Banco de la República (excluido Tesorería-Presupuesto)	40.5	- 8.6	- 36.7	72.1	103.6	193.2	51.6
d. Depósitos de importación	- 22.0	- 9.8	17.4	- 12.8	- 16.4	- 32.4	14.6
2) Atribuible al multiplicador	- 8.9	- 3.7	18.3	- 12.8	- 33.8	- 96.6	2.7
a. Coeficiente efectivo/depósitos	10.7	- 1.2	2.7	- 5.2	2.6	- 6.1	14.6
b. Coeficiente de encajos	- 19.6	- 2.5	15.6	- 8.1	- 38.5	- 106.8	- 10.0
3) Factor de ajuste	- 3.1	- 0.4	0.9	- 2.9	- 9.7	- 32.4	0.9

Fuente: Cuadro 1, en algunos casos, las sumas no son exactas debido al carácter aproximado del método utilizado.

Así, pues, la explicación al rápido crecimiento en las reservas internacionales se encuentra al comparar el crecimiento de estas con la contribución que a dicho crecimiento ha hecho el endeudamiento externo del gobierno. Como se ve en el cuadro 3, la acumulación de reservas producto del endeudamiento externo del gobierno superó ampliamente en cada uno de los años analizados, a la acumulación de reservas producto de la balanza cambiaria.

Cuadro 3

RESERVAS INTERNACIONALES
Período 1967-1973. Cifras en millones de pesos

Años	Saldos	Cambio Anual	Endeudamiento Externo del Gobierno	Balanza Cambiaria Ajustada
1966	- 853			
1967	- 489	364	369	- 5
1968	573	1.062	1.061	1
1969	1.701	1.128	1.269	- 141
1970	2.802	1.111	1.462	- 351
1971	3.434	622	1.226	- 604
1972	7.674	4.240	3.278	962
1973	12.228	4.554	2.995	1.559

Fuentes: Los saldos entre 1966 y 1968, *Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, 1970-1971, 2a. Parte, pág. 8; para el resto del período, *Revista del Banco de la República*, enero 1974, pág. 68. Para el endeudamiento externo, véase cuadro 4. La balanza cambiaria ajustada se obtuvo por diferencia.

B. La contribución del presupuesto nacional

El endeudamiento externo del gobierno nacional, que genera reservas internacionales, no es, sin embargo, el único efecto que produce el presupuesto sobre la oferta monetaria. El otro componente para medir la incidencia del presupuesto viene dado por el endeudamiento interno con el Banco de la República; en la medida en que el gobierno, repague al Banco de la República, por así decirlo, con el producto del crédito externo el efecto mo-

netario de las operaciones del gobierno será inferior al efecto que produce el endeudamiento externo; por el contrario, en la medida en que el gobierno utilice crédito interno del Banco de la República, el efecto total será mayor que el del endeudamiento externo.

A ese efecto total es que precisamente hace referencia el cuadro 1, el cual señala claramente que sin excepción alguna desde 1967 el factor fiscal ha sido fuente continua de expansión monetaria; es más, tal como se ve en el cuadro 2, con la sola excepción del año 1967, la ejecución del presupuesto nacional explica más del 50% del crecimiento de los medios de pago.

La cifra sobre la contribución del presupuesto debe, sin embargo, tomarse con cierto cuidado y tendería a subestimar dicha contribución, al menos por dos razones:

a. Dentro del crédito interno del Banco de la República a los bancos comerciales está incluido el redescuento de las operaciones del Fondo de Contratistas de Obras Públicas que estrictamente debería considerarse como una financiación monetaria atribuible al sector oficial, pero que en vista de la carencia de una información consistente sobre este tipo de operaciones para todos los años se ha clasificado dentro del crédito interno del Banco de la República.

b. El otro factor es que dentro del crédito interno se incluye la financiación que el banco ha suministrado a Proexpo, que es en parte una expansión que se origina en el gobierno, en la medida en que este último no le pague a Proexpo el impuesto con destinación especial ordenado por el Decreto 444 (impuesto del 1.5% sobre el valor CIF de las importaciones).

Esto pone de manifiesto la dificultad del análisis y la necesidad imperiosa de contar en el futuro con un presupuesto del sector público que en verdad dé cuenta de la importancia del mismo, tanto en la distribución del gasto agregado nacional, como en el efecto monetario de las operaciones oficiales, ya que hoy nos vemos precisados a explicar solo lo concerniente al gobierno nacional ante la carencia de un presupuesto de caja para todo el sector oficial.

Se podría argüir que un presupuesto de caja no refleja en su totalidad el impacto de la actividad gubernamental en el sector privado, puesto que en algunos casos la actividad privada se ve afectada más por las decisiones del gobierno que por el acto mismo del gasto o del ingreso gubernamental⁽⁴⁾.

Esto puede tener alguna validez, pero es bien cierto que la única forma de comparar el incremento absoluto en los medios de pago con el flujo de ingresos y gastos del gobierno, es sobre la base de los ingresos y gastos efectivos en un período y de allí que ese presupuesto de caja sea el que utilizaremos en nuestro caso.

Sobre esas bases el cuadro 4 presenta el déficit de caja del gobierno para el período 1967-1973, así como la forma específica que asume la financiación del mismo. El déficit difiere del impacto monetario en la medida en que existe alguna financiación privada, puesto que esta última financiación representa una transferencia de recursos del sector privado al público, ya sea voluntaria o forzosa, sin ningún impacto directo sobre la base monetaria⁽⁵⁾.

La característica esencial es que el déficit como porcentaje del gasto total ha mostrado ritmos crecientes habiendo ascendido de 3.3% en 1967 al 18.6% en 1972, para caer, en parte por lo que ya se anotó, al 15.4% en 1973.

Pero ese hecho, de por sí notable, se ve reforzado por la manera como se financia el déficit, por las particularidades que dicha financiación asume. Hasta 1970 el crédito externo neto cubrió más del 100% de la financiación del déficit, o sea que como resultado de las operaciones del endeudamiento externo quedaba un remanente que una vez cubierto el déficit permitió amortizar crédito interno del gobierno nacional, en especial crédito del Banco de la República, lo cual explica que a pesar de la magnitud del endeudamiento externo este no tuviese un impacto monetario tan elevado.

⁴ Spindler Zane. *Debt Management in Colombia*. DNP. Sept. 1972. En Mimeografo.

⁵ Todo sobre el supuesto de que esa financiación no modifica indirectamente la posición de reservas del sistema bancario.

Cuadro. 4

OPERACIONES EFECTIVAS DEL GOBIERNO NACIONAL
(Millones de Pesos)

	1973	1972	1971	1970	1969	1968	1967
1) Gastos totales	23.717	19.759	16.076	13.270	10.405	8.768	6.918
2) Ingresos corrientes	20.073	16.085	14.388	11.965	9.470	8.195	6.688
3) Déficit	3.644	3.674	1.688	1.305	935	573	230
4) Financiación del déficit							
a. Crédito externo neto	2.995	3.278	1.226	1.462	1.269	1.061	369
b. Crédito interno neto, Banco de la República	449	140	834	- 28	- 165	- 397	- 7
c. Crédito interno neto con particulares	200	256	- 372	- 129	- 169	- 91	- 132
5) Déficit sobre gastos totales (%)	15.4	18.6	10.5	9.8	9.0	6.5	3.3
6) Crédito externo neto sobre déficit (%)	82.2	89.2	72.6	112.0	135.7	185.2	160.4
7) Crédito Banco de la República sobre déficit (%)	12.3	3.8	49.4	- 2.1	- 17.6	- 69.3	- 3.0
8) Crédito interno con particulares sobre déficit (%)	5.5	7.0	- 22.0	- 9.9	- 18.1	- 15.9	- 57.4

Fuente: *Revista del Banco de la República*, enero 1974. En 1973 se incluyó dentro de los gastos totales la financiación al IDEMA por \$1.268 millones, que en la mencionada fuente aparecen incluidos como crédito a los bancos.

Pero hay más. Con anterioridad a 1971 el crédito externo en especial el crédito AID, llamado también crédito externo sectorial, se encontraba "atado", en el sentido de que los importadores demandaban los bienes e inmediatamente colocaban los pesos en el Banco de la República y solo entonces el gobierno nacional podría hacer uso de los fondos. En esta forma el impacto monetario de dichas operaciones se veía disminuido por la demanda de dólares, tal como se dijo cuando se analizó el impacto de la balanza cambiaria ajustada.

A partir de 1971 se cambió la modalidad del crédito sectorial en el sentido de que el crédito se otorgaba, no en mercancías, sino en dólares, lo cual le permite al gobierno hacer el gasto, no cuando el sector privado haya puesto a su disposición los pesos, sino cuando disponga de los fondos de contrapartida necesarios para llevar a cabo los proyectos materia del financiamiento externo. Si a esto le sumamos que a partir de 1971 el crédito interno del Banco de la República fue expansionista, y que además la balanza cambiaria fue positiva, no es de asombrarse que desde entonces el crecimiento en los medios de pago hubiese tenido ritmo creciente.

Entre paréntesis, todo esto lo que nos enseña es la necesidad de una mayor coordinación en la política estatal. Desde el punto de vista de la asignación de los recursos y de los costos del endeudamiento el nuevo sistema es mucho mejor que el antiguo; sin embargo, la implantación del sistema coincidió con una situación cambiaria que hacía particularmente difícil el manejo monetario, en vista de la carencia de las operaciones de mercado abierto y del rumbo que de tiempo atrás había tomado la política de redescuento, como se verá más adelante.

Queda así claro que el problema fiscal, si bien cuantitativamente ha tenido una repercusión notable en la generación de la masa monetaria, no es por sí solo la única explicación de ese fenómeno. Es más, un problema fiscal que coincide con épocas de balanza cambiaria deficitaria podría no tener repercusiones monetarias muy apreciables, como fue la experiencia colombiana en los años 1967-1970. Sin embargo, una situación de crónico déficit fiscal acompañado de efectos expansionistas debidos al comercio exterior, todo ello unido a una inflexible, aunque cambiante política interna de crédito, podría tener repercusiones inflacionarias, como parece haber sido la experiencia desde 1971. O sea que el problema fiscal no es particularmente importante si existe una brecha externa, si se vive en el mundo del déficit cambiario; pero una vez que éste se supera el problema fiscal se vuelve crucial para el manejo monetario.

Las perspectivas para el inmediato futuro son halagüeñas en materia cambiaria, si no se toman medidas equivocadas para frenar las exportaciones bajo el falso argumento de un exceso de reservas internacionales; en consecuencia, si se ha de evitar la experiencia, en especial la del año 1972, es imperioso un cuidadoso manejo fiscal.

La alternativa obvia, pero menos viable a corto plazo, sería la de eliminar el efecto monetario de las operaciones gubernamentales vía el endeudamiento externo. Sin embargo, como existe una gran inflexibilidad en cuanto al gasto y compromisos para utilizar en el futuro crédito externo que aún no ha sido desembolsado, es casi imposible que este camino se adopte en forma inmediata.

Pero a largo plazo, por ejemplo, para el presupuesto de 1976 es altamente deseable que la financiación del déficit de caja se cubra mediante recursos financieros internos, esto sobre la base de que no exista un flujo de ingresos tributarios suficiente para copar la totalidad de los gastos. Porque no tiene sentido endeudarse en el exterior para financiar gasto interno si las reservas internacionales se han de acumular; máxime cuando los rendimientos financieros que producen dichas reservas son inferiores a los pagos de intereses que hay que hacer por dicho endeudamiento, lo cual representa una transferencia real de recursos al exterior sin contraprestación.

Los recursos financieros internos para la financiación estatal deberían provenir en especial de fuentes diferentes al Banco de la República, es decir, debe ser producto de traslado voluntario de recursos del ahorro hacia la financiación del gasto público.

Esto último exigiría cambios sustanciales en el manejo de la deuda pública interna. En efecto, con excepción de los bonos de desarrollo económico, la deuda pública es mantenida bajo el sistema de inversión forzosa a tasas de interés que están lejos de ser atractivas para los ahorristas privados, máxime con los desarrollos que se han presentando en la estructura de las tasas de interés a partir de la creación del sistema de valor constante.

A esto último debe añadirse que la deuda interna, en especial la deuda contraída con el Banco de la República, está constituida por deuda no negociable lo cual afecta la capacidad del banco para "trasladar" la deuda estatal al sector privado a través de operaciones en el mercado abierto que contrarrestaran el efecto expansionista del déficit fiscal.

Pero eso no es todo, la mayoría de la deuda gubernamental se emite libre de impuestos. La racionalidad de ésto es reducir el costo de la financiación del déficit, pero ello indudablemente tiene costos demasiado altos en la medida en que tal sistema hace que solo sean atractivos los papeles estatales para personas de elevados ingresos, (lo cual hace que la pérdida de recaudos sea mayor) o para personas que buscan la evasión total de impuestos acogiéndose al régimen de tenencia al portador, que es la modalidad dominante para colocar los papeles estatales.

Así pues, si se quiere que el efecto inflacionario del déficit no se manifieste, es urgente que el Estado compita por el ahorro privado en condiciones de equidad. Para ello sería indispensable eliminar la sustentación de precios de los papeles gubernamentales, sistema éste que mimetiza el déficit al hacer aparecer como tenencias del sector privado lo que en realidad se encuentra en poder del fondo de sustentación de cédulas y bonos del Banco de la República.

Hasta aquí hemos supuesto inflexibilidad en los ingresos del gobierno; es de anotar sin embargo que de acuerdo a opiniones muy autorizadas algo se podría lograr en el sentido de incrementarlos, en especial si se modifica el sistema de "reclamaciones" de la liquidación oficial que, unido al proceso inflacionario, ha producido una alta inelasticidad en el sistema tributario puesto que los tributos crecen menos que el crecimiento del producto.

C. El crédito interno neto del Banco de la República

Este factor ofrece variaciones importantes en el período, puesto que si bien es cierto que en los años 1967-1970 representa un factor de expansión monetaria, en los años 1971-1972 ocurre el fenómeno contrario, lo cual estaría indicando que la autoridad monetaria intentó en esos dos años el control esencialmente a través de este determinante; en 1973 la contribución de este factor fue positiva.

Cuadro 5

CAMBIO ANUAL EN EL CREDITO INTERNO NETO DEL BANCO DE LA REPUBLICA

Período 1967-1973. Cifras en millones de pesos

	Promedio	1973	1972	1971	1970	1969	1968	1967
1) Sector oficial (excluye Tesorería Presupuesto)	- 52	- 270	- 305	- 367	- 37	- 650	170	1.094
2) Bancos comerciales	464	823	- 124	- 429	921	1.088	1.191	- 221
3) Otras entidades financieras	804	1.443	1.030	1.057	705	356	459	583
a. Caja Agraria	239	60	199	294	67	397	316	339
b. Corporaciones financieras	176	167	411	285	137	61	144	29
c. Otras entidades de fomento	389	1.216	420	478	501	- 102	- 6	215
4) Federación de Cafeteros	38	299	156	- 683	366	219	125	214
5) Sector Privado	47	905	5	- 80	68	- 50	- 99	- 419
6) Otros	- 301	- 1.030	- 1.059	- 32	- 629	814	35	- 210
TOTAL	1.000	2.170	- 297	- 534	1.394	1.777	1.876	613

Fuente: Varios números Revista del Banco de la República. El crédito se toma neto o sea que excluye los pasivos del Banco de la República a favor de las instituciones señaladas en el cuadro, excepto cuando estos pasivos son parte de la base monetaria.

Pero sin duda la tendencia más importante aquí es la composición del crédito interno tal como se observa en el cuadro 5; mientras el sector oficial (excluida la Tesorería) muestra una clara tendencia contraccionista a partir de 1968, las entidades financieras distintas a los bancos comerciales presentan una gran tendencia expansionista, a tal punto que en promedio estas entidades recibieron anualmente un flujo de recursos financieros del banco central que es prácticamente dos veces superior al de los bancos comerciales. Es más, tal como ha sido demostrado en otros trabajos, el grueso de la financiación interna se otorga a las llamadas entidades de fomento (los fondos adscritos al Banco de la República), con el resultado de que a partir de 1970 estas entidades se vuelven más importantes que los bancos comerciales como perceptoras de los recursos financieros. Se dirá, con razón, que los bancos a su vez pueden redescontar operaciones en dichos fondos, pero el punto fundamental estriba en que la política de redescuento se ha convertido con el correr de los años no en una fuente ocasional de recursos, sino en un instrumento para asignar los recursos reales en la economía.

Esto puede ser demasiado costoso en términos de eficiencia y ha convertido además al Banco de la República en la fuente de crédito más barato del sistema económico, con el resultado de que progresivamente esta institución, por mandato de la autoridad monetaria o de la ley, ha empezado a usar poderes cada vez más discrecionales para encauzar los recursos, con lo cual se presenta una profusa y confusa legislación sobre cupos, márgenes de redescuento, tasas de interés, etc., que difícilmente permiten la planeación bancaria de largo plazo y que implica un excesivo costo de recursos humanos para interpretar y administrar adecuadamente las disposiciones sobre moneda y crédito.

A esto se suma el hecho de que tal política es demasiado inflexible desde el punto de vista monetario, por cuanto una vez creado el derecho (cupo) para un determinado sector o actividad la restricción hay que producirla, esencialmente a través de la política de encaje, con el efecto de que si bien el volumen del crédito total puede ser el adecuado, las restricciones en las operaciones ordinarias pueden ser demasiado fuertes. Parece existir demasiado crédito dirigido y poco crédito para los sectores no favorecidos, una especie de escasez en medio de la abundancia. Las cifras tienden a confirmar esa apreciación según se ve en el cuadro 1, puesto que los años en los cuales el crédito interno contribuye significativamente a la expansión (1967, 1968, 1969, 1970, 1973) son los años en

que la política de encaje es más restrictiva; por el contrario, los años en que el crédito interno es menos expansivo o contraccionista la política de encaje es neutral o expansiva. Pero sobre este punto volveremos con más detalle cuando veamos lo concerniente a la distribución del crédito entre corto y largo plazo.

Además, esa política en materia de crédito interno ha oscurecido la distinción que tradicionalmente se hace entre el mercado monetario y el mercado de capitales y lo que es peor aún, cuáles intermediarios financieros intervienen en cada mercado.

De hecho, a través de esa política los bancos comerciales se han visto obligados a intervenir cada vez más en el mercado de largo plazo; entre 1962 y 1973 la participación de la cartera de largo plazo dentro de la cartera total de los bancos comerciales pasó de 3.7% al 12.7%, con una participación creciente en cada uno de los años estudiados.

Esa confusión entre el mercado monetario y el mercado de capitales, se ha engendrado en buena parte a través de la política de redescuento, lo cual ha frenado el desarrollo financiero y el volumen de los ahorros. Los sectores que obtienen el crédito a tasas de interés subsidiadas, difícilmente podrían mostrarse interesados en auto-capitalizar sus empresas si año tras año pueden obtener volúmenes crecientes de préstamos a largo plazo; de otra parte ninguna nueva entidad financiera puede competir con el banco central para colocar recursos del ahorro real, puesto que para que ello fuera factible tendría que captar recursos del ahorro y no podrían prestar a las tasas que, con las fuentes del redescuento, prestan los bancos y las corporaciones financieras principalmente.

El esquema de redescuento y la minuciosa reglamentación que le es consustancial afecta la rentabilidad bancaria y la de otros intermediarios de acuerdo a la línea de crédito que se utilice para otorgar el crédito⁶; en estas condiciones se produce el fenómeno de que los bancos traten de resarcirse de la baja rentabilidad a través de condiciones específicas, como depósitos mínimos y reciprocidad en otros negocios no conexos necesariamente con los créditos que se otorguen.

Lo anterior, unido a la inflexibilidad en las tasas de redescuento y la diversidad de tasas de interés en el mercado de capitales en general, pone serias dudas sobre la viabilidad de las operaciones de mercado abierto, puesto que una condición para que éstas funcionen sería que los papeles con los cuales se realizaran las operaciones fueran competitivos con las operaciones de corto plazo del sistema bancario, condición ésta cuyo cumplimiento resulta de una complejidad extrema en vista de lo que se ha señalado.

D. Los depósitos de importación

Con la excepción de los años 67 y 71 los depósitos de importación, como por brevedad se denomina aquí a la congelación de fondos que se originan por disposición de la autoridad monetaria en las operaciones del comercio exterior, produjeron contracción monetaria.

En general este fenómeno fue saludable desde el punto de vista monetario; no hay que olvidar sin embargo que este instrumento de control monetario es discriminatorio en el sentido de que pone a pagar el costo del ajuste monetario a los sectores involucrados en el comercio exterior, o en la medida en que existan condiciones oligopólicas a los sectores consumidores a los cuales se les podría trasladar dichos costos.

Fuera de esto es necesario tener bien en claro que los depósitos tienen influencia sobre la demanda por importaciones y que, por lo tanto, en períodos en los cuales la balanza cambiaria sea superavitaria, o lo que es lo mismo expansionista en materia monetaria, el efecto directo de la congelación de estos fondos se vería contrarrestado con el efecto indirecto que los mismos tendrían al disminuir el ritmo de crecimiento de las importaciones.

Ante la perspectiva de una balanza cambiaria favorable y por su efecto discriminatorio, debería revisarse en el futuro inmediato este mecanismo de control hasta llegar a su total eliminación; se dirá que eso podría ser altamente expansionista, lo cual es cierto solo en el caso de que no se tomaran medidas complementarias; si se piensa que dichos

⁶ En FFA existen 71 actividades financieras y no menos de 35 tasas de rentabilidad diferentes para el sistema bancario.

fondos pueden congelarse bajo una modalidad diferente, como sería el caso de las operaciones de mercado abierto, entonces no habría mayores dificultades. Claro que esto implicaría un costo financiero para el Banco de la República; pero a partir de la Resolución 21/73 ese es también el caso con los depósitos anticipados en la medida en que el banco está cubriendo el diferencial cambiario por sumas cercanas a los \$200 millones anuales, según se estima en la Revista Coyuntura Económica. Enero-Abril de 1974).

2. *El multiplicador de la base monetaria*

Según se ve en el anexo 1 el multiplicador de la base monetaria ha descendido de 2.05 en 1967 a 1.58 en 1973. La razón de esta baja se encuentra en el rápido crecimiento de la relación encajes/depósitos que ascendió de 20.6% en 1967 a 46.0% en 1973, mientras que la relación efectivo/depósitos se mantuvo prácticamente constante por lo cual contribuyó al crecimiento de los medios de pago en menos del 3% anual; cifra que pone de manifiesto la escasa influencia que el público ejerció en la modificación de los medios de pago.

La tendencia ascendente en los encajes es producto a su vez de dos factores: 1)- la elevación de los encajes legales, 2)- la progresiva supresión del régimen de inversiones computables.

La característica fundamental en el aspecto cualitativo con respecto al encaje ha sido la intención de utilizarlo como un instrumento al servicio de la asignación de recursos a través de los encajes elevados y reducidos. Como se ha repetido muchas veces, en teoría este tipo de regulaciones administrativas dificultan el manejo monetario, puesto que si unos bancos se acogen a encajes elevados y otros a encajes reducidos la transferencia interbancaria de depósitos afecta la posición requerida de encaje del sistema bancario y por tanto la expansión monetaria, sin que sobre ello la Junta Monetaria tenga ningún control.

En el aspecto empírico, sin embargo, la experiencia parece indicar que todos los bancos se acogen al encaje reducido sin que la mencionada distinción haya repercutido en el control monetario. En ese sentido práctico el encaje elevado representa más una amenaza de castigo que un fenómeno real; si ese ha sido el resultado es mejor contar con instrumentos de penalización que potencialmente no tuviesen repercusiones monetarias.

De allí que la distinción debería eliminarse y mantener un sólo encaje o sea el reducido, que es el que opera para propósitos prácticos.

En cuanto al régimen preferencial de encajes para los bancos pequeños el autor considera que en teoría no facilita el manejo monetario, pero debe agregar que, según la opinión de personas autorizadas, el fenómeno tampoco ha sido empíricamente importante porque:

- 1.- No ha habido cambios sustanciales en la composición de depósitos.
- 2.- Aún si hubiesen cambios en dicha composición esto afectaría poco las reservas requeridas del sistema bancario en vista de que la base sobre la cual se computa el régimen preferencial es relativamente pequeño (\$50 millones de depósito en cuenta corriente).

V- Distribución de los recursos financieros

1. *Crédito al sector público y al sector privado*

Si todos los demás orígenes de la base monetaria fueran neutrales en cuanto a la expansión monetaria y la política fiscal expansiva de los medios de pago se viera compensada, peso a peso, por una política monetaria contraccionista, entonces el crédito al sector privado se retardaría con relación al crédito al sector público; esto es así, puesto que el influjo de pesos que provoca el déficit debe ser "esterilizado" en el banco central, con lo cual no se produciría ninguna expansión secundaria de crédito, mientras que el gobierno vería aumentar los recursos financieros en la cuantía de la financiación del déficit.

En la medida en que otros orígenes fuesen expansivos se podrían programar compensaciones para contrarrestar el efecto expansionista de la totalidad o parte del déficit,

sin que ello afectara necesariamente la distribución del crédito en contra del sector privado.

Cuadro 6

DISTRIBUCION DEL CREDITO: SECTOR PUBLICO, SECTOR PRIVADO
(Cifras en millones de pesos al final de cada período)

Años	Sector Público 1	Sector Privado 2	Total 3	Porcentaje 2/3
1966	5.653	16.992	22.645	75.0
1967	6.876	18.744	25.620	73.2
1968	7.064	24.112	31.176	77.3
1969	8.200	29.766	37.966	78.4
1970	8.625	37.569	46.194	81.3
1971	9.721	47.169	56.890	82.9
1972	10.533	55.032	65.565	83.9
1973	11.066	64.766	75.822	83.4

TASAS DE CRECIMIENTO REAL DEL CREDITO INTERNO
(Cifras porcentuales)

	Sector Público	Sector Privado	Total
1967	11.4	2.7	5.5
1968	4.0	21.9	15.0
1969	7.5	14.9	13.3
1970	2.1	19.0	14.5
1971	0.1	13.0	10.6
1972	5.8	2.6	1.0
1973	17.1	4.4	6.5

Fuente: Cifras preparadas por el autor con base en un trabajo en elaboración del DNP.

Esta última ha sido la experiencia en Colombia según se desprende de las cifras del cuadro 6, donde se observa una tendencia creciente en la participación del sector privado dentro del total de los recursos financieros. O sea, que no es cierta la afirmación usual de que la financiación del déficit fiscal ha trasladado recursos financieros hacia el sector público en detrimento del sector privado.

¿Pero qué podemos decir del crecimiento absoluto del crédito al sector privado? En general según el cuadro 6, los recursos reales de crédito al sector privado tuvieron crecimientos positivos desde 1967 hasta 1972 y mostraron un decrecimiento en 1973. Pero lo más notable a este respecto es el lento crecimiento que manifiesta el crédito ordinario (crédito de corto plazo) relativo al crédito total, un hecho que analizaremos ahora.

2. Crédito de corto plazo y crédito total

El crédito de corto plazo que en 1966 participaba con el 60% del total de los recursos suministrados por el sistema financiero (bancos comerciales, Caja Agraria, corporaciones financieras y Banco Central Hipotecario), en 1972 participaba solo con un 47.8%.

Esta pérdida relativa, unida a la caída en el ritmo de crecimiento del crédito total a partir de 1970, nos señala que los recursos crediticios que no están sujetos a regulaciones especiales en materia de cupos y tasas de interés han decrecido en términos reales en especial en los últimos cuatro años. Esto ha sido producto a su vez de dos situaciones: la primera quedó analizada cuando se examinó lo relativo al redescuento y al interés que ha mostrado la autoridad monetaria de tiempo atrás en guiar los recursos del mismo a actividades de largo plazo. Este fenómeno no ha podido ser contrarrestado ni siquiera por el auge de la financiación que se otorga internamente al sector importador a través de la financiación externa (deudores varios en moneda extranjera), que en este trabajo

se clasifica en su gran mayoría como un crédito a corto plazo, puesto que el crédito a corto plazo de los bancos comerciales ha permanecido constante al nivel de 77-78% del crédito total otorgado por este tipo de intermediarios.

En consecuencia, la explicación se encuentra en el acelerado desarrollo de las corporaciones financieras, que entre 1966 y 1973 elevaron en casi 10 veces su volumen de crédito al pasar de \$1.464 millones en 1966 a una cifra cercana a los \$13.400 millones en el último de los citados años.

Esto no sería causa de grandes preocupaciones si dicho desarrollo fuera el producto de un crecimiento en el mercado de capitales que estuviera canalizando recursos del ahorro interno hacia actividades de largo plazo; sin embargo es bien sabido que las corporaciones han tenido que ser sostenidas permanentemente por el Banco de la República a través del redescuento, de la sustentación de papeles y del crédito externo de largo plazo que consigue dicho banco con destino a las mismas. En esta forma ese desarrollo no es producto de una competencia entre intermediarios, sino de la dirección implícita o explícita en la política monetaria.

Esa política, unida a la fijación de crecientes encajes para los bancos, ha producido una enorme distorsión entre las tasas nominales y las tasas efectivas de interés e igualmente ha posibilitado el surgimiento de una serie de instituciones quasi-monetarias que intervienen en el mercado de dinero pero que no están sometidas a un control tan estricto por parte de la autoridad monetaria, ni de la Superintendencia Bancaria.

En ese sentido la fijación de un crecimiento estricto para el crédito a corto plazo (colocaciones), mientras que el crédito a largo plazo crece a través de los fondos y de las corporaciones financieras, produce una situación de escasez en el mercado de dinero y de abundancia en relación con el ahorro en el mercado de largo plazo, con el resultado de que la financiación a corto plazo se hace efectiva muchas veces con los recursos de largo plazo ("desviación" de recursos crediticios), y con la proliferación de un activo mercado extrabancario en los fondos de corto plazo.

VI. — Conclusiones y recomendaciones —

1. Contablemente las reservas internacionales han sido causa importante de la expansión monetaria, en especial a partir de 1971; sin embargo, la expansión de esas reservas ha sido en más de un 50% producto del endeudamiento externo del gobierno.
2. Mirado en esta forma el problema, el déficit fiscal ha generado en promedio, desde 1967, más del 50% del crecimiento en los medios de pago; esta situación se agravó a partir de 1970, cuando el déficit fiscal generó más del 80%, en promedio, de la expansión de los medios de pago.
3. En el futuro inmediato el problema fiscal seguirá, a menos que se tomen medidas drásticas, generando una expansión sustancial de los medios de pago. Esta situación debería ser preocupación primordial, en forma tal que progresivamente se fuese sustituyendo el endeudamiento externo por endeudamiento interno para la financiación del déficit. Una línea de acción como la anterior tendría que ser precedida de las siguientes medidas:

a— No es necesario frenar el crecimiento global de las exportaciones por temor al impacto monetario de crecientes reservas internacionales; un programa de expansión de las exportaciones y progresiva liberalización de las importaciones podría no tener efecto monetario; pero si aún la balanza cambiaria fuera expansionista, el exceso de reservas se podría remover sin deteriorar la rentabilidad bancaria vía operaciones de mercado abierto.

b— La financiación interna del déficit implicaría establecer un mercado de papeles gubernamentales con tasas de interés remunerativas, para lo cual se podría pensar en un proyecto de ley que estipulara que la deuda que el gobierno tiene con el Banco de la República se canjeara por títulos negociables. En igual forma se establecería que en adelante toda nueva deuda del gobierno con el Banco tendría este carácter. De esta manera el gobierno competiría por los recursos del ahorro para financiar el déficit a corto plazo;

a largo plazo lo deseable es un presupuesto global del sector público, no solo del gobierno nacional, balanceado en términos de caja. En aquellos casos en que fuera necesaria la asistencia del Banco de la República para financiar el déficit, este operaría en el mercado abierto de acuerdo a la situación de otras variables monetarias para compensar la expansión.

c— Como consecuencia de lo anterior se eliminaría el sistema de inversiones forzosas del sector bancario. Como éstas están dirigidas en buena parte a la construcción y ello afectaría al ICT y al BCH, se podría pensar en que éstos obtuvieran recursos bien a través de sus propios papeles o bien a través de otros intermediarios. Con el objeto de no detener los programas de vivienda popular a bajas tasas de interés, estas instituciones, en especial el ICT, obtendrían recursos del presupuesto nacional para mantener un esquema de subsidio.

d— Eliminando el sistema de inversiones forzosas y bajo el principio de que el gobierno no competiría en igualdad de condiciones por el ahorro, se eliminaría el sistema de exenciones tributarias para determinado tipo de papeles, lo cual repercutiría favorablemente sobre la distribución del ingreso y evitaría la evasión de impuestos.

4. En materia de crédito interno se ha operado un cambio fundamental en el sentido de que son las entidades de fomento (los fondos financieros principalmente) los que reciben el mayor volumen de recursos del Banco de la República.

En esta materia es imperioso que el Banco de la República y la autoridad monetaria retomen su carácter de instituciones de control monetario. Sobre estas bases sería deseable reestructurar la política de crédito interno sobre las siguientes líneas:

a— Los fondos financieros existentes emitirían sus propios títulos para captar el ahorro privado y se nutrirían también del presupuesto nacional para financiar aquellas actividades que realmente requieren de un subsidio. Lo fundamental en este aspecto es que dichos fondos no constituyan una fuente de perturbación monetaria, como sucede hoy en día, y no la organización administrativa que se les dé a los mismos.

En este punto la opinión del autor se inclina por consolidarlos en una gran entidad que se encargue de todas las actividades de fomento, antes que la dispersión de dichos fondos adscribiéndolos a diversos organismos, como recientemente se ha propuesto. La consideración fundamental para esta preferencia son las economías de escala y la difusión de la información. Pero naturalmente cualquiera de estas propuestas exigirían estudios financieros y administrativos que escapan al alcance de este trabajo.

b— El fondo de sustentación de papeles que hoy existe en el banco central se debería eliminar, lo cual exigiría que los precios de los papeles, tanto públicos como privados, fluctuasen de acuerdo a las variaciones en la tasa de interés.

c— Con esas reformas se garantizaría que los bancos comerciales, en su carácter de oferentes de fondos, volvieran a jugar un papel preponderante en el mercado de dinero de corto plazo y la tasa de interés sería más flexible reflejando el costo de los recursos financieros.

d— Esa flexibilidad permitiría que las tasas de interés se diferenciaren por el plazo y el riesgo y no por el fin, como la norma jurídica establece para el uso inicial de los recursos. Eso permitiría eliminar la confusa estructura de tasas de interés hoy existente y facilitaría el que el costo de los recursos financieros jugase un papel destacado en la asignación de los recursos reales.

e— La flexibilidad y la relativa homogeneidad en las tasas de interés produciría como efecto secundario que el sistema bancario y otros intermediarios no se vieran precisados a estipular condiciones de reciprocidad en cuanto a saldos mínimos y otros negocios no conexos con los préstamos, puesto que bajo el sistema propuesto no se necesitarían estas modalidades para mantener la rentabilidad bancaria.

La eliminación de dichas reciprocidades haría que la tasa nominal y la tasa efectiva de interés tendieran a coincidir, evitando lo que en cualquier momento puede dar lugar a engorrosas discusiones jurídico-económicas.

f— Habría un régimen de encajes estable lo cual, fuera de permitir una programación de largo plazo en la actividad bancaria, evitaría la distorsión de recursos entre corto y largo plazo que se ha venido presentando según se desprende de las cifras de este trabajo.

g— Puesto que el redescuento perdería importancia como una fuente de recursos para el crédito interno se podría programar una baja en el encaje bancario que compensara la eliminación de los redescuentos especiales. Este mecanismo representaría un problema específico para la Caja Agraria que liberaría relativamente pocos fondos del encaje y que perdería importantes sumas del redescuento especial; independientemente de una opinión sobre el deseable curso del desarrollo agrícola es apresurado escoger un camino para el futuro desarrollo financiero de esta institución; pero en todo caso desde el punto de vista monetario es más deseable el estricto cumplimiento de la Ley 33 de 1971 que una financiación a través de redescuento. Si el Gobierno otorgase a la Caja los \$200 millones en valor constante de 1971 que la mencionada ley estipula se facilitaría una ejecución de la reforma propuesta.

h— Si el redescuento y el encaje son estables, el instrumento primordial de control serían las operaciones en el mercado abierto, lo cual facilitaría la eliminación de los depósitos anticipados y otras formas de congelar fondos en el Banco de la República, mediante una cuidadosa programación de largo plazo; esta última medida es especialmente deseable si la balanza cambiaria se torna más expansionista y por lo tanto resulta conveniente estimular el crecimiento de las importaciones.

5. Una observación final. Las reformas propuestas son demasiado drásticas como para que pudiesen ser puestas en ejecución en forma inmediata o mediante un paquete de medidas; lo importante sería trabajar en la implantación progresiva de las mismas y no en dictar resoluciones o leyes paliativas a una situación que exige modificaciones de fondo.

Si con ese espíritu se trabajase se evitaría en el futuro cercano una profusión de normas cambiantes y confusas que, a juicio del autor, antes de facilitar han estado entrabando el control de lo importante, o sea de la cantidad de dinero en circulación.

* * *

ANEXO 1

MEDIOS DE PAGO Y SUS DETERMINANTES

(Cifras en millones de pesos)

Variables	1973	1972	1971	1970	1969	1968	1967	1966
I- Medios de pago ($M = D+E$)	38.535	29.842	23.995	21.627	18.448	15.435	13.450	11.035
1. Depósitos en cuenta corriente (D) ^a	25.721	18.928	15.284	13.714	11.854	9.858	8.669	6.896
2. Efectivo en poder del público (E)	12.814	10.914	8.711	7.913	6.594	5.577	4.781	4.139
3. Reservas bancarias (R)	11.583	7.480	5.952	5.570	4.655	3.212	1.785	1.281
II- Base Monetaria ($B = R+E$)	24.397	18.394	14.663	13.483	11.249	8.789	6.566	5.420
III- Multiplicador de la base ($m=M/B$)	1,580	1,622	1,636	1,604	1,640	1,756	2,048	2,036
1. Coeficiente efectivo/depósitos ($e=E/D$) %	49,8	57,7	57,0	57,7	55,6	56,6	55,2	60,0
2. Coeficiente de encajes ($r=R/D$) %	45,0	39,5	38,9	40,6	39,3	32,6	20,6	18,6
IV- Cambio anual en la base monetaria	6.00	3.731	1.180	2.234	2.460	2.223	1.146	-
1. Debido al Presupuesto Nacional	3.444	3.418	2.060	1.434	1.104	664	362	-
a. Crédito externo neto ^b	2.995	3.278	1.226	1.462	1.269	1.061	369	-
b. Crédito interno del Banco de la República	- 819	140	834	- 28	- 165	- 397	- 7	-
c. Operaciones IDEMA	1.268	-	-	-	-	-	-	-
2. Debido a la balanza cambiaria ajustada	1.559	962	- 604	- 351	- 141	1	- 5	-

Cont.: Anexo 1

Variables	1973	1972	1971	1970	1969	1968	1967	1966
3. Crédito interno neto del Banco de la Repú- blica	2.170	- 297	- 534	1.394	1.777	1.876	613	
4. Depósitos de importa- ción	- 1.170	- 352	258	- 243	- 280	- 318	176	-

Fuente: Revista del Banco de la República e Informe del Gerente a la Junta Directiva.

(Véase Nota al Cuadro 3).

aExcluye depósitos en cuenta corriente en el Banco de la República.

bLa suma de estas dos partidas es el crecimiento en las reservas internacionales en pesos. (Véase Cuadro 3).

Capítulo 5

EL SECTOR EXTERNO Y LA POLITICA ECONOMICA

Alejandro Figueroa
Pablo Salazar
Antonio J. Urdinola

I- Introducción

En el presente documento se hace un análisis de la evolución del sector externo de la economía durante el período 1968-1974, y de sus perspectivas para el futuro inmediato. En él se destaca la importancia de continuar con una agresiva política de fomento a las exportaciones que le permita al país generar las divisas para importar los bienes esenciales para su crecimiento y que contribuya además a la solución del problema del empleo.

Se argumenta que paralelamente a la política de fomento de las exportaciones debe existir una política de financiamiento externo y una política de asignación de recursos al sector exportador. De ahí la importancia de fortalecer los mecanismos institucionales que hagan posible la utilización racional de las divisas provenientes de las exportaciones y que permitan, a su vez, racionalizar al máximo el uso del financiamiento externo, tanto por parte del sector público como del sector privado.

Se recomienda revisar el actual presupuesto de divisas, y establecer un presupuesto de financiamiento externo para el sector público con mecanismos de control semejantes a los utilizados para determinar la asignación de los recursos en pesos del presupuesto del gobierno nacional.

Finalmente se analizan las consecuencias que puede tener un desmejoramiento de la balanza comercial para la política cambiaria y comercial del país, y sus implicaciones con respecto a la política monetaria y fiscal del gobierno.

II- Relaciones entre el sector externo de la economía y las políticas monetaria y fiscal

1. *El sector externo de la economía*

En este capítulo se presenta un análisis de las relaciones entre las variables que conforman la balanza de pagos del país y las políticas monetaria y fiscal.

La balanza de pagos registra la totalidad de los créditos y débitos en divisas por concepto de movimientos de mercancías, servicios, transferencias y flujos de capitales, aunque ellos no se traduzcan en ingresos y egresos de divisas del Banco de la República.

Los cambios en las variables mencionadas determinan la posición final de las reservas internacionales del país, la cual dependerá entonces de las políticas referentes a la promoción de las exportaciones, manejo de las importaciones, endeudamiento externo tanto público como privado, e inversiones de capital.

2. Relaciones entre la política monetaria y la cambiaria

Existe una estrecha interrelación entre la política cambiaria y la política monetaria no solo desde el punto de vista de la teoría económica, sino también desde el punto de vista de su manejo institucional por parte de las autoridades monetarias. Es así como en los últimos años gran parte del esfuerzo para controlar el crecimiento de la oferta de dinero ha estado concentrado en atender las variaciones originadas por el sector externo de la economía.

Los objetivos principales que ha tenido la política monetaria en el país han sido la financiación del desarrollo y el control de la oferta de dinero para obtener las metas trazadas de estabilidad en los precios, en el empleo y en el sector externo.

Esos dos objetivos no siempre se pueden alcanzar simultáneamente y han sido una de las causas de mayor divergencia entre las aspiraciones del sector privado, en lo que se refiere a financiamiento para la inversión, y las medidas de las autoridades monetarias relacionadas con la política de estabilización.

A continuación se analizan las relaciones existentes entre las variables que determinan la cantidad de dinero y la posición de reservas internacionales netas del país(1).

La oferta monetaria está compuesta por la cantidad de dinero en poder del público más el total de los depósitos a la vista, a término y de ahorro. La parte de la oferta monetaria cuyo volumen está sujeto a control es aquella representada por los depósitos en cuenta corriente, a término y de ahorro. La otra parte, o sea los billetes en circulación, es más una función de los ingresos y de los precios y depende de las demandas del público no bancario.

El público no puede variar el volumen en pesos de las cuentas corrientes a menos de que opere un cambio neto entre billetes y cuentas, o haga transferencias netas al exterior o transferencias netas al Banco de la República, variaciones estas que pueden ser controladas por la Junta Monetaria por medio de operaciones que afecten el volumen de reservas de los bancos o los requisitos de encajado.

La mayor parte de los estudios realizados hasta el presente en el país han utilizado la metodología de la base monetaria o dinero de alto poder para analizar los cambios en la oferta monetaria. De acuerdo con esta metodología la oferta monetaria es el producto de la base monetaria(2), y el multiplicador.

Los análisis efectuados por Ortega(3), Musalem(4) y Hernández(5), para el período 1950-1973, indican que los cambios en la oferta monetaria se han debido principalmente

¹ Las reservas internacionales netas son iguales a la diferencia entre los activos y los pasivos en moneda extranjera del Banco de la República. Esta diferencia convertida a pesos, a las tasas de cambio respectivas, ingresa al activo en el balance en moneda legal del Banco de la República.

² Base monetaria (equivale a los pasivos monetarios internos del Banco de la República) = Cantidad de dinero en poder del público más depósitos de los bancos comerciales en el Banco de la República más la caja de los bancos.

³ Ortega Francisco, "Moneda y Crédito", en "Lecturas sobre Desarrollo Económico". FEDESARROLLO, Bogotá, 1973.

Ortega Francisco, "Notas sobre políticas recientes en materia de Moneda y Crédito", en "El Mercado de Capitales en Colombia", 1973. Capítulo 2, Banco de la República y Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá, 1973.

⁴ Musalem Alberto, "Dinero, Inflación y Balanza de Pagos". Talleres Gráficos del Banco de la República, Bogotá, 1971.

⁵ Hernández Antonio, "Déficit Fiscal, Política Monetaria y Distribución de Crédito". Véase el capítulo 4 de este libro.

a cambios en la base monetaria, siendo menor la importancia de las variaciones en el multiplicador.

Las expansiones o contracciones en la base monetaria pueden analizarse a través de los cambios en las cuentas activas y pasivas del Banco de la República⁽⁶⁾. Los cambios en las reservas internacionales y las variaciones en el crédito del Banco de la República explican las expansiones o contracciones del dinero base. Los cambios en las reservas internacionales han sido la principal causa de variación de la base monetaria y por consiguiente de la oferta monetaria, de acuerdo con los estudios de Ortega para el período 1969-73.

A su vez la posición de reservas internacionales del país depende de la política cambiaria, de la política de comercio exterior y de la política de financiamiento externo privado y público. A través de estas políticas se refleja la posición de las finanzas del gobierno y su política fiscal en lo que al sector externo se refiere.

Está por fuera de los límites del presente estudio presentar un modelo de equilibrio general que contenga todas las interrelaciones entre las variables mencionadas. Por consiguiente, a continuación únicamente se analizan algunos de los principios económicos más relevantes desde el punto de vista del manejo institucional que ha tenido el sector externo del país por parte del gobierno durante los últimos años.

A. Promoción de las exportaciones

Los instrumentos de política más utilizados en la promoción de las exportaciones no tradicionales han sido la devaluación (bien sea de una sola vez, o gradual y permanente como en el caso de Colombia, o a través de tasas diferenciales de cambio); los subsidios directos como el CAT, la asignación preferencial de recursos crediticios y los acuerdos comerciales internacionales tanto bilaterales como multilaterales.

El efecto económico de un subsidio directo como el CAT es el de aumentar el valor en pesos del dólar que reciben los exportadores. De modo que puede decirse que desde el punto de vista del incentivo adicional que estos reciben el efecto del CAT se puede lograr también con un aumento en la tasa de devaluación. Sin embargo, vale la pena anotar que en términos de política económica es bastante difícil lograr que una devaluación acelerada no se traduzca inmediatamente en un aumento en los precios internos, anulando así el incentivo adicional a las exportaciones y creando un problema adicional de mayor inflación.

Por otra parte, una mayor tasa de devaluación no le proporciona al exportador la seguridad suficiente para planear sus inversiones, dado que esta es una decisión de carácter administrativo que puede ser modificada en cualquier momento por las autoridades monetarias.

Podría argumentarse que el CAT también puede ser cambiado o suprimido cada año. Sin embargo, la razonable expectativa de su no modificación para la mayoría de los sectores productivos a partir del año 67 hasta el presente, ha sido uno de los factores que más ha contribuido a la promoción de las exportaciones menores en el país.

Desde el punto de vista fiscal el efecto es diferente para las dos alternativas: en el caso del CAT, o no tiene costo o recae sobre el beneficiario potencial del gasto público que podría efectuarse si no existiera el subsidio a las exportaciones⁽⁷⁾. En el caso de una devolución el efecto recae sobre los consumidores, gravando más a aquellos que consumen bienes con un mayor contenido importado.

La asignación preferencial de recursos crediticios ha sido un elemento tradicional en la política de promoción de exportaciones en el país. Sin negar las evidentes ventajas que ha tenido dicha política para el crecimiento de nuestro sector externo, debe anotarse que la asignación de "cupos crediticios" a las diversas actividades económicas ha sido uno de los factores que más ha dificultado el manejo de la oferta de dinero por parte de

⁶ Ver Ortega³ y Hernández⁵.

⁷ Ver pág. 90.

las autoridades monetarias, y que por consiguiente en este punto existe un conflicto entre dos objetivos diferentes de la política económica.

B. Endeudamiento externo

El endeudamiento externo sirve como un sustituto de las exportaciones y de los ahorros privados presentes, pero a su vez implica que capital y trabajo doméstico que podrían ser utilizados para consumo interno, deben ser dedicados en el futuro a generar las exportaciones necesarias para cubrir el servicio de la deuda; tan es así, que la capacidad de endeudamiento externo de un país se mide por la relación del servicio de la deuda a sus exportaciones. Por consiguiente, una política de promoción a las exportaciones debe ir acompañada de una sana política de financiamiento externo.

La falta de recursos fiscales para la financiación de los gastos de funcionamiento y de inversión del gobierno puede llevar a recurrir al financiamiento externo como un sustituto de mayores impuestos. Si esta situación deficitaria en las finanzas del gobierno coincide con una coyuntura cambiaria desfavorable para el país, el financiamiento externo se convierte además, en el corto plazo, en el complemento necesario para atender las importaciones corrientes. Pero si por el contrario la situación de reservas internacionales es boyante, entonces la utilización del financiamiento externo como sustituto de los ingresos del Estado es no solo francamente desaconsejable por los efectos de expansión monetaria que conlleva, sino que también se convierte en una erogación innecesaria de divisas para pagos de intereses de una deuda que no era necesario contratar en el exterior.

En cuanto a la capacidad de endeudamiento externo se refiere, la principal justificación de una limitación en su cuantía es la de que un país no debe colocarse en situación de vulnerabilidad en el caso que los ingresos de divisas tengan una súbita disminución, ya sea por una drástica caída de las exportaciones (lo que ha ocurrido varias veces en Colombia al bajar súbitamente el precio del café en el mercado internacional), o por una sustancial disminución en la disponibilidad de préstamos externos. Esta eventualidad puede llevar a un país bien sea a disminuir súbitamente las importaciones o a aceptar términos onerosos para refinanciar la deuda externa.

No es fácil establecer cuál debe ser el límite prudente al financiamiento externo. Sin embargo, puede decirse que mientras más alto sea el servicio de la deuda de un país con relación a sus exportaciones corrientes, más vulnerable será a cambios adversos en su balanza de pagos y menos independencia tendrá en la planeación y el manejo de su economía. Por consiguiente, uno de los objetivos de la planeación nacional debe ser el liberar al país de que tenga que aumentar año por año las necesidades del endeudamiento externo.

C. Política de importaciones

Complemento indispensable de las políticas de promoción de las exportaciones y de racionalización del financiamiento externo, debe ser la determinación del presupuesto de importaciones y la distribución de ese presupuesto de acuerdo con las prioridades determinadas por los planes de desarrollo económico y social del gobierno.

Para la determinación del presupuesto de importaciones deben hacerse las proyecciones de las exportaciones y del nivel aconsejable de endeudamiento externo y de reservas internacionales. De estas proyecciones se puede establecer el presupuesto de divisas a ser asignado entre los distintos sectores.

Desde el punto de vista del bienestar de la comunidad no tiene sentido aumentar la asignación de recursos humanos y de capital al sector exportador, si después el país utiliza sus reservas de divisas para importar bienes suntuarios o para importar bienes de capital y materias primas para industrias que producen dichos bienes.

La distribución de las divisas puede hacerse a nivel administrativo por las autoridades encargadas del comercio exterior y a través del manejo arancelario, utilizando éste como un instrumento de racionalización y orientación del desarrollo industrial del país.

En una situación de escasez de divisas es posible defender desde el punto de vista fiscal los subsidios directos a la exportación, cuantos éstos son indispensables para hacer rentable al exportador la colocación de sus productos en el exterior, con el argumento de que a través del impuesto arancelario y del de ventas es posible recuperar para el fisco el valor del subsidio dado al exportador, impuestos que no se obtendrían si a su vez no se hubieran generado las divisas para las importaciones que requiere el país(8).

III- Evolución de la política comercial y cambiaria durante 1968-74 y su interacción con la política monetaria y fiscal

La coyuntura internacional ha sido para Colombia el principal factor determinante de su crecimiento, dado que un volumen alto de exportaciones no solo genera un mayor producto nacional sino que permite adquirir las importaciones que demanda este mayor producto. De allí que tradicionalmente haya existido una estrecha relación entre las exportaciones y las importaciones del país.

Hasta 1968 el auge de las exportaciones dependía sustancialmente de la situación cafetera; cuando caían los precios del café en el mercado mundial, automáticamente se restringía el presupuesto de importaciones y había necesidad de entrar a asignar las escasas divisas por sistemas administrativos directos.

Debido al hecho que desde 1930 los períodos de buenos precios cafeteros fueron muy pocos y de corta duración, el país se acostumbró a buscar en la sustitución de importaciones la solución de su problema de divisas, en lugar de tratar de diseñar mecanismos de fomento a las exportaciones diferentes del café que le permitiesen mantener un flujo más estable de importaciones. Debido a que esta estrategia no solucionó los problemas de balanza de pagos las medidas tomadas desde 1966 han buscado promover las exportaciones, ligando al éxito de esta política la posible liberalización de las importaciones.

A partir del Estatuto Cambiario de 1967 se establece una clara política de promoción de exportaciones:

1) Se otorga a través del CAT un subsidio directo a las exportaciones menores, que encuentran así un incentivo de precio que les permite competir mejor en los mercados internacionales.

2) Se adopta una tasa de cambio flexible que, según Carlos Díaz-Alejandro(9), muestra entre 1966 y 1972 un cambio efectivo real del 26%, contra un promedio bastante inferior registrado durante 1960-66, lo cual viene a constituirse en un incentivo adicional por las exportaciones menores.

3) Se provee al sector exportador de amplias facilidades de crédito, con frecuencia a tasas de interés subsidiadas.

4) Se ponen las bases del Pacto Andino, las cuales permiten ampliar el comercio en esta área.

Por otro lado, a partir de 1966 se restablecieron las restricciones cuantitativas a las importaciones, agregando estos efectos restrictivos a los generados por el arancel aduanero, los depósitos previos, y la tasa de cambio. Es así como la Junta Monetaria comenzó a fijar, según la situación de reservas internacionales y de exportaciones, un presupuesto mensual de divisas para importaciones, al que debía ceñirse la Junta de Importaciones al otorgar las licencias. Además, la lista de artículos de libre importación se restringió severamente en 1967 y se continuó obligando al importador a constituir un depósito en el Banco de la República, previo a la realización de la importación.

⁸ Ver pág. 90.

⁹ Díaz-Alejandro Carlos, El Cambio de una Política de Sustitución de Importaciones a una de Promoción de Exportaciones en Colombia, FEDESARROLLO, Bogotá, 1973.

Díaz-Alejandro calcula "una tasa de cambio efectiva real para exportaciones menores" de la siguiente manera:

a) Toma la tasa de cambio nominal aplicada a las exportaciones menores.

b) Ajusta por los impuestos y subsidios de estas exportaciones.

c) Deflacta la tasa ajustada por la relación del índice de precios al por mayor colombiano a aquél de Estados Unidos.

La consecuencia de estas políticas, que pusieron orden al manejo del comercio internacional de Colombia, fue un rápido crecimiento de las exportaciones diferentes del café, que de US\$119 millones en 1967 pasaron a US\$213 millones en 1970, a US\$581 millones en 1973 y a US\$389 millones en el primer semestre de 1974. Las importaciones se condujeron con el criterio de otorgar prioridad a aquellas de mayor urgencia y de buscar una sana posición de reservas internacionales. En general, las importaciones crecieron paralelamente con las exportaciones, como se puede observar en el cuadro siguiente:

Cuadro 1

BALANZA COMERCIAL - (REGISTROS DE IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES DE BIENES)
(Millones US\$)

Año	Exportaciones	Importaciones	Reembolsables ¹	No reembolsables ²
	totales	totales		
1968	508	625	521	104
1969	561	755	639	117
1970	674	921	785	135
1971	633	785	710	74
1972	820	902	786	116
1973	1.176	1.226	1.037	189
1974 ³	772	839	729	110

Fuente: INCOMEX

¹ Las importaciones reembolsables incluyen: Giro ordinario, convenios de compensación, créditos AID y Plan Vallejo.

² Las importaciones no reembolsables incluyen: Las realizadas con empréstitos diferentes a AID, bienes introducidos al país como capital extranjero, autorizaciones globales concedidas a compañías petroleras y mineras, donaciones e importaciones temporales.

³ Cifras a junio 30.

A partir de 1968, las reservas internacionales netas del país crecieron considerablemente, pues pasaron de US\$35 millones en diciembre de 1968 a US\$586 millones en febrero de 1974. Ha sido común haber ligado este incremento de las reservas al aumento de las exportaciones, sin observar que esto sólo podría ser cierto si las exportaciones hubieran crecido sin que las importaciones hubieran tenido a su turno un aumento proporcional, que no es el caso de Colombia, ya que las estadísticas muestran que el efecto expansionista de un mayor volumen de exportaciones ha sido compensado por el efecto contraccionista del mayor valor de las importaciones de bienes y servicios, como puede observarse en el anexo 1 —Balanza Cambiaria—. La conclusión lógica es entonces que el aumento de las reservas internacionales se debe principalmente a un mayor endeudamiento del país en el exterior.

El gobierno anterior continuó con la política de contratación de empréstitos en divisas, lo que se colige al ver que la deuda pública externa pasó de US\$1.134 millones en 1968 a US\$2.073 millones en 1973, de los cuales US\$20 millones tenían una vigencia inferior a los cinco años, US\$197 millones estaban entre los cinco y los diez años de plazo, US\$1.580 millones habían sido contratados a más de diez años y US\$6 millones tenían plazo indefinido. Al mismo tiempo, la deuda privada externa registrada en la oficina de cambios aumentó de US\$311 millones en diciembre de 1968 a US\$429 millones en diciembre de 1973, habiendo disminuido a US\$401 millones en junio de 1974.

Es igualmente importante destacar que en los últimos años hubo un cambio fundamental en la concepción del crédito externo de la AID, que anteriormente era concedido al gobierno con destino específico para la compra de bienes importados y que, por consiguiente, implicaba que las divisas no llegaban al país sino que eran usadas por el prestamista para pagar directamente al proveedor en el extranjero.

Al empezar a emplear el sistema de crédito de programa, el cual se otorga sin estar ligado a compras en el exterior, se impulsó el crecimiento de la oferta monetaria ya que

los pesos provenientes del empréstito externo le eran entregados al gobierno sin que necesariamente se realizaran las importaciones respectivas. Este mecanismo fue utilizado posteriormente para los préstamos en eurodólares en 1972.

El incremento de la deuda pública externa estuvo en los últimos dos o tres años estrechamente vinculado a los problemas presupuestales del gobierno, que a menudo lo llevaron a buscar la financiación de su déficit en el exterior, particularmente en 1972, cuando se consiguieron recursos de crédito externo por valor de \$3.300 millones, frente a \$1.200 millones del año anterior.

La política de acudir al financiamiento externo para financiar el déficit del gobierno llevó a un rápido aumento en las reservas netas del Banco de la República, con sus consiguientes repercusiones en el crecimiento de los medios de pago, el cual pasó de 10.9% en 1971 a 24.4% en 1972 y 29.3% en 1973. Este acelerado crecimiento de los medios de pago ha sido una de las principales causas del proceso inflacionario que ha sufrido el país en los últimos años.

Todos estos fenómenos llevaron a un cambio fundamental de políticas a partir de diciembre de 1973. Es así como se buscó frenar la contratación de empréstitos externos, tanto públicos como privados, y se dictaron medidas encaminadas a acelerar el pago de las importaciones, entre las que se destacan la necesidad de depositar anticipadamente un porcentaje del valor del registro de importación, como consignación para pagos al exterior; la fijación de un encaje sobre la financiación de importaciones por parte de la banca nacional; y el establecimiento de plazos máximos para la financiación de cartas de crédito. Simultáneamente se redujo el crédito al sector exportador, que en 1973, según datos del Banco de la República y Proexpo había alcanzado \$4.498 millones, a \$3.884 millones en junio de 1974.

El resultado de estas determinaciones, sumado a la liberalización de las importaciones a partir de 1973, ha sido una disminución de las reservas internacionales netas en los seis meses comprendidos entre marzo y agosto de 1974 de US\$98.7 millones, lo cual ha contribuido efectivamente a que en los primeros ocho meses de 1974 los medios de pago han crecido únicamente el 6.1%.

IV- Perspectivas a corto y mediano plazo de la balanza de pagos

1. La balanza corriente

El reporte anual del GATT sobre comercio internacional es claramente pesimista sobre las perspectivas de los próximos años si no se logra dar una solución satisfactoria a los problemas de balanza de pagos que han creado la crisis energética y la inflación mundial. Como consecuencia de ellos, los países industrializados se están viendo obligados a frenar su tasa de crecimiento, lo que necesariamente implica una reducción en su demanda por importaciones, tanto de materias primas como de artículos manufacturados.

El resultado lógico de esta menor demanda será una reducción del comercio internacional y de los precios de los productos primarios de los cuales depende la economía de los países subdesarrollados. En el informe presentado recientemente por la Asociación Bancaria a Proexpo sobre las perspectivas del comercio internacional, se citan estudios del Fondo Monetario Internacional que predicen una caída del orden del 13% para los precios de los productos agrícolas durante el segundo semestre de 1974 con relación al primer semestre de este mismo año.

Entre 1971 y 1973, dice el mismo informe de Asobancaria, las exportaciones del mundo occidental se incrementaron en 60%, ritmo mayor que cualquiera de los registrados desde la segunda guerra mundial. Esta tendencia mundial favoreció también las exportaciones latinoamericanas y explica en parte el auge de las colombianas(10) durante ese

¹⁰ Ver Balanza Comercial, pág. 92.

período, que vio elevarse rápidamente los precios mundiales de los bienes primarios y de las manufacturas.

Dada entonces la estrecha relación que se ha observado entre nuestras exportaciones y la coyuntura del comercio internacional, hay que concluir que el país verá reducirse en el segundo semestre de este año, y mientras dure la recesión internacional, el crecimiento de sus exportaciones de bienes primarios, que representan la mayor parte de nuestros ingresos de divisas.

A estos factores generales se agregan consideraciones específicas sobre las dificultades de países que, como Italia e Inglaterra, son mercados importantes para nuestros productos. Por tanto no deben extrañarnos los problemas que ya se están viendo en muchas de nuestras exportaciones menores. Si se añade que la situación a mediano plazo del café está llena de inquietudes, y que su precio ha bajado considerablemente en los últimos meses, hay que concluir que no parece probable mantener durante el próximo año el ritmo logrado por nuestras exportaciones en el primer semestre de 1974. A continuación se analizan los casos de algunos productos específicos.

El algodón ha sufrido entre noviembre de 1973 y septiembre de 1974 caídas espectaculares en su precio, de US\$1.00 la libra a US\$0.50, debido a la disminución en la demanda de los países industriales. Mientras sigan la inflación mundial y la crisis del petróleo, no se visualizan reacciones en el precio que lo vuelvan a llevar a sus niveles del año anterior. Igual caso ocurre con la carne, ante el bloqueo establecido por el MCE hace cuatro meses. El banano tampoco tenía grandes perspectivas, pero los recientes vendavales de Honduras pueden mejorarlo rápidamente. El azúcar tiene precios astronómicos en el mercado mundial, US\$0.40 la libra, pero el país no tiene posibilidades de beneficiarse a corto plazo de ellos en forma importante, ante lo pequeño de nuestro margen exportable, que cada año se ha venido reduciendo ante los rápidos avances del consumo interno. Los textiles enfrentan en este momento una caída de la demanda externa sumamente seria, que también ha rebajado sus precios.

El caso del café es aún más delicado, ya que no es un simple resultado de la crisis mundial; la caída del precio entre junio y septiembre, en cerca del 15%, refleja también condiciones estructurales, con un enorme crecimiento de la producción frente a uno del consumo de ritmo más lento. Por tanto, no es factible esperar a mediano plazo, en ausencia de heladas imprevistas, precios efectivos por encima de US\$0.70 la libra, y eso suponiendo un acuerdo mundial estable entre productores y consumidores.

Por último, con respecto a las exportaciones de manufacturas, el informe del GATT atrás citado indica que su tasa de crecimiento internacional ya está comenzando a disminuir y que esta tendencia continuará mientras no se solucionen los problemas de balanza de pagos que ha traído la crisis del petróleo.

Las consideraciones anteriores obligan a creer que el valor total de nuestras exportaciones para 1975 no será significativamente superior al de 1974, a menos que se dé un pronto y satisfactorio arreglo al problema del petróleo y de los flujos monetarios internacionales, lo que aún no se vislumbra. La inflación mundial hace prever que los precios de los bienes de capital e intermedios que nuestro país importa de otros más industrializados, no solo no bajarán sino que seguirán aumentando, dice el GATT. Aún reduciendo nuestro presupuesto de importaciones reembolsables, como se viene haciendo, es factible pensar que nuestra balanza comercial mostrará en adelante un déficit cuyos niveles no son fáciles de predecir. Ello dependerá de cuanto dure la crisis mundial, que deprime los precios de nuestras exportaciones y eleva los de nuestras importaciones por esa combinación de recesión e inflación en los países industrializados que hoy han dado en llamar "estagflación". Ya en agosto se tuvo un déficit en nuestra balanza comercial, por primera vez desde 1972, aumentando así el déficit acumulado para el año de la balanza corriente, creado por los pagos de servicios y de petróleo crudo para refinación interna, déficit que en julio tenía un valor acumulado de US\$42 millones.

2. *La balanza de capitales*

El empeoramiento de la balanza corriente de un país por motivos coyunturales de corto o mediano término, como los analizados atrás, no es un problema grave cuando ese

país dispone efectivamente de abundante liquidez externa o cuando tiene amplio y rápido acceso al crédito externo en condiciones razonables de interés y plazo.

Las reservas netas de alrededor de US\$500 millones del Banco de la República que se heredaron del gobierno anterior, no reflejan la verdadera liquidez externa del país, cuando se recuerda que existe una serie de pasivos internacionales con derecho a giro a corto o mediano plazo, por concepto de deuda externa pública y privada y de financiación de importaciones. De realizarse un estudio a fondo de la situación de liquidez externa del país a mediano plazo, es casi seguro que terminaríamos con una posición deficitaria, muy lejana de la abundancia que parecen indicar las reservas netas del Banco de la República.

Con respecto a nuestra posibilidad de conseguir créditos foráneos, es cierto que el servicio de la deuda externa no requería más del 15% de nuestras exportaciones de 1973, lo que nos califica como clientes atractivos en los mercados financieros mundiales. Pero ya se vio atrás cómo nuestras exportaciones para 1975 no continuarán con las tasas de crecimiento de años anteriores, al paso que se han elevado considerablemente los intereses internacionales y acortado los términos; hay una iliquidez mundial debido a la crisis petrolera y al manejo que los árabes están dando a sus divisas, que básicamente desean colocar a corto plazo e invertir en países desarrollados. No solo es el dinero más caro sino que está difícil conseguirlo internacionalmente en condiciones satisfactorias, en comparación con el pasado reciente.

V- Implicaciones de las perspectivas de la balanza de pagos

1. Sobre las reservas netas

El actual déficit corriente, con tendencia clara al aumento, unido a los altos costos de la financiación externa, hacen esperar una caída gradual de las reservas netas del Banco de la República, como ya está ocurriendo desde marzo pasado; hasta agosto, se habían disminuido en cerca de US\$100 millones con relación al nivel máximo obtenido en ese mes.

2. La situación fiscal

La disminución del valor de los reintegros cafeteros, que de US\$70 millones en enero pasaron a cerca de US\$20 millones en agosto, afecta las entradas oficiales por concepto del impuesto cambiario; ello estará más que compensado por los ahorros que ha traído la disminución del CAT al 5% y su gravamen tributario, lo mismo que su eliminación para muchos productos; en la medida que tal disminución afecte desfavorablemente el nivel de nuestras exportaciones y que ello obligue a reducir el de las importaciones, se perdería una renta de aduanas importante, lo mismo que recaudos por impuestos de ventas a esas importaciones. Es difícil estimar si el efecto total será de ganancia o pérdida para el fisco.

3. La política monetaria

La disminución de las reservas netas del Banco de la República que viene ocurriendo tiende a contraer el dinero base (ver II) y por tanto los medios de pago, en ausencia de medidas expansionistas. Dado el bajo ritmo de crecimiento de tales medios (6.1% hasta agosto 24), será necesario impedir una disminución del nivel de actividad de la economía con algunas medidas que generen más capital de trabajo a las empresas.

4. Sobre la producción y el empleo

La reducción probable de la tasa de aumento de las exportaciones afectará desfavorablemente el crecimiento de nuestra economía, que ha tenido en ellas quizás el sector más dinámico en estos últimos 6 años.

El Presidente López reveló en su discurso ante la Comisión Tripartita cómo aumentó la tasa de desempleo en las principales ciudades del país durante los 4 años pasados, pese a la indudable ocupación que dio la construcción financiada por las UPAC. Si el gravamen tributario impuesto a estas últimas recientemente llega a frenar la captación de ahorro con destino a la construcción, y esto se suma a la reducción del gasto público que la crisis de tesorería ha traído, las perspectivas para la producción y el empleo no serían muy halagadoras.

Es entonces necesario diseñar un nuevo programa de fomento a las exportaciones y seleccionar los sectores internos que van a actuar como líderes de la economía, para luego dotarlos de estímulos adecuados, en lo referente a precios y a crédito.

VI- Conclusiones y recomendaciones

A continuación se presentan las principales conclusiones del análisis anterior, así como las recomendaciones en cuanto a las medidas que deben tomarse para solucionar los problemas que nos presenta la nueva coyuntura desde el punto de vista comercial, cambiario, fiscal y monetario.

1. Comerciales y cambiarias

No creemos pecar de pesimistas al concluir que vemos muy posible una reducción en la tasa de crecimiento de nuestras exportaciones en el futuro inmediato, tanto en el renglón cafetero como en las exportaciones no tradicionales. La consecuencia inmediata será una reducción en el presupuesto de importaciones, de no atenuarse a través de un mayor endeudamiento en el exterior.

A. Promoción de las exportaciones

En cuanto a la promoción de las exportaciones vale la pena detenerse a analizar las medidas tomadas recientemente por el gobierno con relación al CAT, a la tasa de cambio y al crédito que se otorgará a este sector.

a) CAT

Nos parecen muy respetables los argumentos presentados por el gobierno para defender las medidas tomadas a raíz de la disminución y gravamen del CAT para algunos productos y prácticamente la eliminación para todos aquellos no comprendidos en las listas del 5% y del 7%; especialmente desde el punto de vista de equidad en cuanto a la distribución del ingreso se refiere. Se argumenta que no tendría sentido hacer una reforma tributaria de la importancia que tiene la recientemente promulgada, si los recursos adicionales obtenidos de ella se vieran anulados por los menores ingresos del Estado por concepto del CAT.

Sin embargo, vale la pena pensar si, en una situación de escasez de divisas, como la que se prevé que tendremos en el inmediato futuro, es posible defender los subsidios directos como el CAT con el argumento de que a través del impuesto arancelario y el de ventas es posible recuperar para el fisco el valor del subsidio dado al exportador, impuestos que no se obtendrían si a su vez no se generasen las divisas por parte del sector exportador(11). Además, una disminución de la tasa de crecimiento de la actividad económica general causada por la escasez de divisas, puede llevar a una situación de ingresos fiscales menores a los que se tendrían si se hubieran preservado mayores subsidios a través del CAT.

La clave de la discusión reside entonces en saber qué tamaño del CAT es necesario para mantener a los actuales exportadores en el mercado internacional; o para que nue-

11 Ver pág. 90.

vos exportadores entran a él; o si es posible reemplazar el CAT por otros estímulos tales como una mayor tasa de devaluación o mayores facilidades crediticias para el sector.

Uno de los factores más importantes en el gran impulso que han tenido las exportaciones no tradicionales en el país ha sido el de la motivación a la inversión que las autoridades encargadas del comercio exterior han mantenido dentro del sector privado a partir de la expedición del Estatuto Cambiario. EL CAT se estableció como un incentivo estable, que el gobierno mantendría mientras fuere necesario en términos de la rentabilidad del exportador, y fue, efectivamente, un factor decisivo en la entrada al mercado de gran parte del sector industrial exportador.

En el Decreto 2.004 se establece una drástica reducción en el porcentaje del subsidio, y simultáneamente se anuncian medidas compensatorias para promover las exportaciones. En resumen se cambia un incentivo cierto por otros de carácter aleatorio, tales como una mayor aceleración de la tasa de cambio y una mayor disponibilidad de crédito, incentivos que como es de todos conocido están sometidos a restricciones de tipo coyuntural.

El factor que más afecta las decisiones de inversión en el sector privado es la incertidumbre. En este momento hay empresas para las cuales no es rentable continuar en el sector exportador con la rebaja establecida para el CAT, y que prefieren retirarse del mercado, antes que correr el riesgo de que su rentabilidad dependa de decisiones de carácter administrativo como son la tasa de cambio y una mayor disponibilidad de crédito.

Por las razones anteriores pensamos que en la actual coyuntura que atraviesa el país no se debió haber efectuado una reducción tan drástica del CAT. Creemos que habría sido más conveniente tomar medidas tales como la de eliminarlo para ciertos productos, cuyo valor en el mercado internacional se ha duplicado y aún triplicado en los últimos meses, y hacerlo gravable para que el incentivo no fuera mayor para los exportadores de mayores ingresos, pero conservando un nivel adecuado para no introducir desestímulos al sector exportador, como nos tememos que haya ocurrido a raíz de las recientes medidas.

b) Crédito

El gobierno ha anunciado recientemente que tomará medidas con el fin de dar el crédito necesario para que el sector exportador continúe con su actual dinamismo. Más adelante se presentan los argumentos por los cuales consideramos que la reducción que acaba de efectuarse en el CAT no se puede compensar totalmente con el aumento en la tasa de devaluación, en cuyo caso el crédito sería el elemento esencial dentro del programa de promoción de las exportaciones.

Para que este pueda desempeñar tal papel eficientemente, es necesario que la financiación de exportaciones vuelva a tener la claridad, seguridad y disponibilidad que tenía el mecanismo de los reintegros anticipados, que en nuestra opinión fue de enorme importancia en el período 1968-1972 como instrumento de fomento a las exportaciones. Tal mecanismo fue desmontado por la Junta Monetaria por las dificultades que representaba con relación al control de la oferta monetaria, con el argumento de que si era reemplazado por un mecanismo equivalente de financiación en pesos, no solo se facilitaba el manejo monetario, sino que el país se ahorraba las divisas pagadas al exterior por concepto de intereses sobre las prefinanciaciones en dólares.

Consideramos perfectamente válidos los argumentos anteriores, siempre y cuando el resultado final no sea una disminución neta del crédito de exportaciones, como en realidad ocurrió. Esta disminución no afectó el crecimiento de nuestras exportaciones porque se contó con el CAT y con una coyuntura internacional de altos precios. Sin embargo, como se analizó anteriormente, la situación ha cambiado sustancialmente, y por consiguiente es necesario una absoluta claridad en la política crediticia hacia el futuro.

Creemos que la solución sería establecer un cupo a través de Proexpo con financiaciones redescuentables en el 100%, para que estas no dependan de la situación coyuntural de recursos propios de los bancos. Las financiaciones de corto plazo se pueden hacer con

cargo a un cupo global fijado a Proexpo por la Junta Monetaria, y las de mediano y largo plazo con cargo a los recursos de ahorro captados por Proexpo a través del 1.5% del valor CIF de las importaciones. Los bancos simplemente avalarían los préstamos, y Proexpo los cargaría a su vencimiento, teniendo así un control absoluto sobre la cartera total, el cual no se tenía en el caso de las prefinanciaciones en moneda extranjera. Para que el mecanismo descrito funcione sin depender de la situación de recursos propios de los bancos será necesario que la suscripción del 15% en títulos de fomento agropecuario no aplique a dichos préstamos.

El cupo crediticio de Proexpo debe ser suficientemente amplio como para que todas las exportaciones de bienes financierables tengan acceso al crédito en condiciones, plazos, intereses y proporciones previamente determinadas y estables. Que ese crédito sea un derecho y no un privilegio.

En el aparte II de este documento se mencionan los inconvenientes que desde el punto de vista del manejo de la oferta monetaria tiene la asignación de "cupos crediticios" a los diferentes sectores de la producción. Sin embargo, consideramos que en la actual coyuntura este es el precio que debe afrontarse para compensar la reducción del CAT y el cierre de las prefinanciaciones a través de los reintegros anticipados, que como ya se vio creaban problemas aún más difíciles desde el punto de vista del manejo monetario.

c) Tasa de devaluación

A partir del 7 de agosto del presente año el gobierno ha acelerado la tasa de devaluación, la cual de acuerdo a nuestros cálculos es en este momento alrededor del 20% anual.

Quizá la medida económica más importante que se ha tomado en el país desde el año 1966 ha sido la de introducir en nuestra economía el concepto de la tasa progresiva de devaluación de acuerdo con las situaciones coyunturales. A partir de ese momento desapareció totalmente el factor especulativo originado por las expectativas permanentes de una devaluación súbita.

Ya se explicó en el aparte II que desde el punto de vista teórico el incentivo que reciben los exportadores a través del CAT se puede lograr también con un aumento en la tasa de devaluación. Durante los últimos años el aumento en el cambio efectivo real ha sido un estímulo adicional muy importante dentro de la política de promoción de las exportaciones.

Sin embargo, no consideramos que la reducción que acaba de efectuarse se pueda compensar totalmente con el aumento en la tasa de devaluación. Existen dos alternativas de manejo; o el gobierno da la seguridad a los exportadores de que la política de aceleración de la tasa no se modificará en el futuro inmediato, lo cual probablemente cause un aumento en los precios internos debido a fenómenos de carácter especulativo, anulando así el incentivo para el exportador de una mayor devaluación; o el gobierno no anuncia ni da seguridad de la medida en cuyo caso el factor de incertidumbre puede llevar a muchos exportadores potenciales a no entrar en el mercado.

B. Política de importaciones

a) Presupuesto de importaciones

Ante las perspectivas de una disminución en la tasa de crecimiento de las exportaciones, es necesario, como ya se ha venido haciendo por parte de la Junta Monetaria, disminuir el presupuesto de importaciones para impedir una caída de las reservas netas más allá de lo aconsejable de acuerdo con los patrones aceptados internacionalmente.

Por consiguiente, debe darse preferencia a las importaciones de bienes de capital y materias primas básicas para los sectores que el gobierno considere estratégicos, dándole una baja prioridad a los bienes suntuarios. Este procedimiento nos ayudará a evitar el hecho de que se contrate endeudamiento externo para atender nuestras necesidades esenciales, cuando simultáneamente estamos gastando las divisas provenientes de las exportaciones en importar bienes suntuarios o de adecuada producción nacional.

b) Consignaciones para pagos al exterior y encaje sobre moneda extranjera

Uno de los mecanismos contraccionistas de mayor efecto en el país en el manejo de la política monetaria en los últimos años ha sido el de los depósitos previos y más recientemente las disposiciones sobre consignaciones para pagos al exterior por parte de los importadores, dada la necesidad de acelerar los pagos por importaciones para contrarrestar los efectos expansionistas del crecimiento en las reservas netas del Banco de la República. Entendemos que las últimas disposiciones sobre encaje en moneda extranjera de los bancos, obedecen no solo a la culminación de una política de control al endeudamiento en el exterior, sino también a la misma necesidad de acelerar giros al exterior.

Sin embargo, al cambiar la coyuntura de nuestro sector externo creemos que sea conveniente revisar dicha política en dos sentidos:

i. El encaje sobre moneda extranjera a los bancos comerciales hará bastante difícil la financiación a corto plazo de las importaciones. Vale la pena preguntarse si no sería prudente, ante una situación estrecha de divisas, obtener a través de los mecanismos bancarios corrientes una financiación adicional para nuestra balanza de pagos, como es la representada por las cartas de crédito de vencimiento normal, impidiendo así una mayor disminución de las reservas netas, las cuales a su vez son la mejor garantía para que el país tenga fácil acceso al crédito en el exterior. Para esto sería necesario suprimir o disminuir el encaje sobre la moneda extranjera de los bancos; y si lo que se quiere es controlar la magnitud del endeudamiento privado externo por dicho concepto, esto se puede hacer a través de las licencias de importación fijándoles un plazo máximo para su utilización, a partir del cual se pueden establecer fuertes sanciones pecuniarias, progresivas con el tiempo, para quienes incumplan la reglamentación; esto ya se hizo en los años 40, con buenos resultados.

ii. Ir desmontando paulatinamente la obligación del depósito para giros anticipados, e ir reemplazando su efecto contraccionista por operaciones de mercado abierto del Banco de la República. Esta medida tendría el efecto adicional de proveer de un mayor capital de trabajo al sector importador.

2. Fiscales

En la reforma tributaria que el gobierno acaba de expedir, no solo se hace un gran avance en términos de alcanzar el objetivo de una sociedad igualitaria, sino que finalmente se le da una base firme a las finanzas del gobierno, evitando así el uso del crédito externo como un sustituto de mayores impuestos, con sus consiguientes secuelas inflacionarias. Participamos totalmente del criterio del gobierno de no recurrir al financiamiento externo para cubrir gastos en pesos del presupuesto nacional. Esta es una ocasión muy propicia para fortalecer los mecanismos institucionales de control al financiamiento externo:

Debe haber un límite total al endeudamiento externo público y privado de acuerdo con la proyección de las exportaciones futuras. El coeficiente servicio de la deuda debe mantenerse dentro de un nivel razonable. A través de esta restricción el Ejecutivo se impondría a sí mismo la obligación de establecer prioridades.

Una vez determinado el nivel global de endeudamiento, deben fijarse los siguientes criterios para autorizar endeudamiento externo de las agencias del Estado:

a. El presupuesto de financiamiento externo público debe ser considerado conjuntamente con el presupuesto de gastos en pesos.

b. El hecho de que un proyecto tenga financiamiento externo no debe por sí solo darle una alta prioridad.

c. Las solicitudes se deben comparar con las disponibilidades: recursos de exportación sumados al endeudamiento externo.

d. Las prioridades deben estar de acuerdo con la estrategia de desarrollo del gobierno.

3. Monetarias

Entendemos que el punto más delicado en el manejo actual de la política económica por parte del gobierno es hacer compatible la lucha contra la inflación con los objetivos de un mayor crecimiento de la economía y un aumento del empleo. La disminución del ritmo de crecimiento de los medios de pago y la reforma tributaria son elementos básicos y esenciales del programa de estabilización. Pero adicionalmente deben iniciarse en este momento las políticas de mayor estímulo a la producción. Consideramos que la atención de las necesidades de capital de trabajo debe ser parte fundamental de un programa de fomento, sin dejar de reconocer el hecho de que a mayor inflación mayor es la necesidad de capital de trabajo y que por consiguiente las restricciones monetarias que impone todo programa de estabilización hasta cierto punto pueden originar una recesión en la producción.

A continuación se presenta un resumen de las medidas monetarias esbozadas con relación al sector externo, que ayudarían a solucionar los problemas de capital de trabajo de sectores claves de producción:

a). La suspensión gradual de las consignaciones para pagos al exterior por importaciones y la disminución o supresión del encaje en moneda extranjera de los bancos comerciales, mejorarán sustancialmente las necesidades de capital de trabajo del sector industrial y agro-industrial.

b). La financiación de las exportaciones a través de Proexpo mediante un redescuento del 100% independizará al sector exportador de las escaseces coyunturales de recursos propios del sistema financiero.

ANEXO 1
BALANZA CAMBIARIA (1967-1974)
US\$ MILES

Años	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974 ¹
CONCEPTO								
INGRESOS	999.155	909.155	944.900	1.113.502	1.188.797	1.466.197	1.664.448	687.0
Exportaciones	435.873	492.578	540.050	642.554	656.438	840.513	1.008.691	562.6
Compra de capital petróleo y oro nuevo	24.604	30.977	22.313	27.991	22.198	14.276	12.863	8.7
Servicios y transferencias	171.289	123.365	124.995	129.398	129.973	147.109	232.633	116.3
Flujos provenientes de préstamos y demás formas de capital que afecten las reservas internacionales	367.950	262.235	257.542	313.559	380.188	464.299	410.261	*
EGRESOS	999.932	846.438	905.254	1.113.311	1.180.992	1.338.725	1.534.360	713.8
Importaciones	448.911	419.854	474.488	558.097	612.661	654.661	744.304	463.0
Parte pagadera en divisas de las compras de petróleo crudo	29.017	38.961	33.434	40.427	39.768	47.287	51.357	35.0
Servicios y transferencias - Flujos provenientes de préstamos, inversiones, y demás formas de capital que afecten las reservas internacionales.	122.753	182.143	198.928	260.081	265.460	296.678	388.985	195.6
Superávit Θ o déficit Θ	399.251	205.480	198.404	254.706	263.103	340.099	349.714	20.2 ²
	(-) 777	Θ 62.717	Θ 39.646	Θ 191	Θ 7.805	Θ 127.472	Θ 130.088	Θ 26.8

¹ Cifras a junio 20. Valores en US\$ millones

² Valor neto de esta cuenta entre sus ingresos (*) y egresos

Capítulo 6

LA BANCA DE DESARROLLO EN COLOMBIA: El caso de las Corporaciones Financieras Privadas

Rudolf Hommes
Gabriel Turbay

I- Introducción

El presente documento analiza el desempeño de las corporaciones financieras en Colombia como bancos de desarrollo y su contribución a la expansión del mercado de capitales. El trabajo comprende cuatro partes.

En el primer capítulo se estudia la noción de banca de desarrollo y se describe en términos comparativos el papel desempeñado por los bancos de fomento en los sistemas financieros de dos países latinoamericanos.

La segunda parte presenta a las corporaciones financieras como bancos de desarrollo en Colombia; se estudia su desempeño durante el período 1968-1973. Se identifican cuáles han sido las fuentes de recursos del sector de las corporaciones financieras y la asignación de esos recursos.

En la tercera sección se discuten algunas hipótesis sobre los efectos de la política de crédito de la banca central elaboradas con base en las conclusiones de la segunda parte. Finalmente, en la última parte se formulan algunas recomendaciones.

Los bancos de desarrollo o de fomento son instituciones financieras dedicadas a promover y transformar empresas y a proveer por las necesidades de financiamiento de los diferentes sectores productivos. En último término su finalidad es la de estimular el desarrollo de un mercado de capitales participando activamente en la captación de recursos en el mercado primario.

Las corporaciones financieras en Colombia fueron creadas con facultades y atribuciones para desempeñar labores propias de bancos de fomento. En contraste con las experiencias de otros países, las corporaciones financieras colombianas están dedicadas en parte importante a actividades crediticias para las cuales dependen en gran proporción de recursos provenientes de la banca central (fondos oficiales de financiamiento, líneas internacionales de crédito y recursos del Banco de la República).

Debido a las peculiaridades de la política crediticia de la banca central, que resulta particularmente rentable para los intermediarios financieros, las corporaciones financieras han desempeñado un papel secundario en la captación de recursos primarios y en la promoción y financiación de empresas por medio de inversiones. Su labor dentro del sistema financiero colombiano ha estado más orientada hacia la intermediación secundaria que a la actividad de banca de fomento que corresponde a sus objetivos.

Este comportamiento es el resultado de un proceso de adaptación por parte de las corporaciones como respuesta a la intervención del gobierno en el mercado de capitales y a las distorsiones creadas por esta intervención. La política de redescuento ha contribuido a que el crédito en el mercado institucional se distribuya en proporción directa al

tamaño de las empresas, a que aquellos empresarios que tienen fácil acceso al crédito institucional desvén recursos hacia actividades rentables pero poco productivas y mantengan una estructura financiera con un alto contenido de endeudamiento.

II- La banca de desarrollo en América Latina:

La experiencia de México y Brasil

En la mayoría de los países en desarrollo existen instituciones crediticias privadas y oficiales que son financiadas principalmente con recursos gubernamentales y con recursos aportados por agencias internacionales. Estos organismos se han llamado indistintamente bancos de desarrollo o de fomento y tienen como objetivos principales⁽¹⁾:

- 1o. Ayudar en la creación, promoción, expansión y modernización de empresas, proporcionándoles asistencia técnica y administrativa.
- 2o. Proporcionar recursos para la financiación de dichas empresas, sea mediante el otorgamiento de créditos a mediano y largo plazo principalmente o a través de inversión directa o intermediación de inversiones.
- 3o. Actuar como empresas fiduciarias.
- 4o. Promover el desarrollo del mercado de capitales garantizando emisiones de bonos, acciones y obligaciones de empresas; interviniendo en la negociación y adquisición de valores y participando activamente en la captación de ahorro.

Aunque los estudios sobre banca de desarrollo en América Latina son numerosos, se seleccionaron dos países latinoamericanos donde los avances y modalidades en este campo fueran novedosos, con el fin de comparar los resultados obtenidos con la experiencia colombiana. Se consideró interesante estudiar la experiencia mexicana, por ser este un país que ha introducido innovaciones importantes sobre el concepto de banca de desarrollo y analizar el sistema financiero brasileño para ilustrar una estrategia diferente. Durante el análisis de estos sistemas el modelo colombiano se utiliza como punto de referencia.

Existen en México dos tipos de instituciones de fomento:

- 1o. La Nacional Financiera (entidad semi-oficial)
- 2o. Las Sociedades Financieras (entidades privadas)

La Nacional Financiera de México fue creada en 1934, con el propósito de facilitar la venta de valores del Gobierno e intervenir en el mercado bursátil de reciente creación. Su capital está compuesto en un 51% por aportes del Gobierno y en un 49% por acciones comunes y preferentes suscritas por entidades bancarias y el público en general.

Esta institución ha sido el principal instrumento del Gobierno mexicano para el desarrollo de la infraestructura económica y de las industrias básicas necesarias para el crecimiento del país. A su vez, ha contribuido a la labor de educación del ahorrador mexicano, mediante la introducción gradual en el mercado de títulos con características apropiadas para satisfacer las necesidades de dichos ahorradores.

Inicialmente introdujo al mercado títulos de renta fija y con el mayor desarrollo del sistema financiero fue introduciendo híbridos de su propia concepción tales como "certificados de copropiedad industrial" y el título financiero "N", los cuales combinan una renta fija garantizada con participación en las utilidades de fondos comunes de inversión (constituidos en un 50% por acciones y el resto por obligaciones hipotecarias de empresas).

Adicionalmente, la Nacional Financiera ha experimentado con emisiones de sus propias acciones preferentes y comunes, con buenos resultados. Las primeras reditúan un dividendo garantizado fijo con participación sobre las utilidades en exceso del dividendo pagado a las acciones comunes.

Esta labor de experimentación y de innovación gradual ha permitido que las instituciones financieras privadas puedan captar la mayor parte de sus recursos en el mercado de ahorros, sin necesidad de intervención estatal.

¹ W. Diamond, *Bancos de Fomento*, México, Fondo de Cultura Económica, 1960.

Además de las funciones típicas de banca de fomento descritas anteriormente, se le asignó la función de actuar como agente financiero del Gobierno en la contratación de préstamos externos y en el control y distribución de crédito a mediano y largo plazo. También está facultada la Nacional Financiera de México, para actuar como caja de ahorros y para asistir a los intermediarios en el mercado de crédito. Así, la Nacional Financiera ha cumplido el doble propósito de actuar como banca central de crédito y como banco de desarrollo.

En Colombia, las funciones de la Nacional Financiera de México son realizadas sencillamente por el Banco de la República, el IFI y los fondos financieros.

Las sociedades financieras mexicanas se crearon como bancos privados de desarrollo. En el período comprendido entre 1940 y 1970 lograron adquirir el 50% de la totalidad de los activos financieros del país(2).

El crecimiento acelerado de estas sociedades se debió en un principio al tratamiento liberal que recibieron por parte de la autoridad monetaria y ello condujo a un desplazamiento de recursos a corto plazo del sector bancario hacia las financieras. Estas utilizaban dichos recursos para conceder créditos a largo plazo, incurriendo en niveles de alto riesgo. Esta situación produjo una intervención del Banco Central que fijó una cuota máxima de crecimiento anual de endeudamiento a corto plazo. Como resultado de tal política, las sociedades financieras movilizaron fondos mediante la colocación exitosa de sus propios bonos, protegidos por un sistema de sustentación.

Con el fin de asegurar la independencia de las sociedades financieras, el Banco Central las indujo a partir de 1966 a emitir "certificados financieros" de libre cotización en el mercado.

En 1970 los recursos captados mediante colocaciones de bonos y "certificados financieros" ascendían al 22% de los pasivos de las financieras. El 47% estaba constituido por depósitos a largo plazo, el 8% correspondía al patrimonio y solamente el 23% restante provenía de pasivos a corto plazo(3).

La independencia lograda por las sociedades financieras mexicanas en lo referente a captación de recursos adecuados para desarrollar labores propias de una banca de fomento es indicativo de los resultados de una política coherente por parte de las autoridades monetarias y crediticias, orientada al desarrollo de un auténtico mercado de capitales.

Si bien la experiencia de las financieras mexicanas es ejemplar en cuanto a los logros obtenidos en la captación de recursos, no puede decirse lo mismo de su labor como bancos de fomento. Así en 1970 el 68% de sus activos correspondían a créditos a menos de 360 días(4).

De acuerdo con la legislación vigente existe una separación entre las actividades de la banca comercial, generalmente dedicada al financiamiento a corto plazo, y las de otros intermediarios financieros dedicados a operaciones de mediano y largo plazo. Aparentemente los bancos comerciales han logrado evadir la intención de dicha legislación mediante integración horizontal con las sociedades financieras.

La dependencia de las corporaciones financieras colombianas, por recursos provenientes de la banca central, contrasta con la relativa capacidad de financiamiento propio mostrado por las financieras mexicanas. La transferencia de recursos de corto plazo hacia colocaciones a largo plazo por parte de las financieras colombianas y la creciente participación de la banca comercial en actividades de fomento muestran un comportamiento diferente por parte de estos intermediarios financieros al comparar con el caso mexicano(5).

El sistema financiero en Brasil posee modalidades diferentes a las observadas en México y Colombia. A partir de la ley básica del mercado de capitales de 1965(6) se introdu-

² R. S. Eckaus, *The Structure of the Financiera Sector in Mexico*, Capital Market Program, OEA, 1974.

³ *Ibid.* p. 23.

⁴ *Ibid.* p. 29.

⁵ Véase el aparte III de este estudio.

⁶ Ley N° 4.728 de 1965.

jerón títulos con cláusulas de corrección monetaria, se establecieron bancos privados de inversión y se formaron sociedades financieras para la suscripción ("underwriting") de títulos.

El Banco Central de Brasil, junto con el Banco do Brasil S. A., son las autoridades monetarias en el sistema financiero institucional. El Banco Central de Brasil tiene funciones similares a las del Banco de la República en Colombia; además de cumplir las labores propias de banco emisor realiza también operaciones de redescuento y préstamos a instituciones financieras y bancarias. Además, fija la política crediticia para fomento. Como agente del Tesoro Nacional, el Banco Central de Brasil tiene una función reguladora del mercado de capitales mediante operaciones de mercado abierto.

El Banco do Brasil es una sociedad mixta y a partir de 1964 se le atribuyeron funciones de autoridad monetaria quedando bajo su responsabilidad mantener, administrar y ejecutar directamente programas y líneas de crédito, como agente de diversos fondos. Sus recursos provienen de depósitos del sector privado, del sector público y de líneas de crédito de agencias internacionales. Dichos recursos se distribuyen principalmente a la industria, al sector agropecuario y entidades públicas. Por su naturaleza, el Banco do Brasil reúne características propias de un banco central de fomento.

El Banco Nacional de Desarrollo Económico fue creado con el objetivo específico de financiar obras de infraestructura y para la creación y desarrollo de industrias básicas. Por su naturaleza, esta institución se asemeja al Instituto de Fomento Industrial (IFI) y a otras entidades financieras oficiales en Colombia.

Para suprir la carencia de recursos de mediano y largo plazo, originada por las expectativas de inflación (que inducían a las empresas a inmovilizar su capital en inversiones especulativas como inventarios), y para atender sectores de la economía dentro de un programa de prioridades gubernamentales, se crearon los fondos especiales de financiamiento. La mayoría de estos fondos son administrados por el Banco Central del Brasil, el Banco do Brasil y el Banco Nacional de Desarrollo Económico con recursos de agencias internacionales e internos. Estos fondos se asemejan tanto en su organización como en sus objetivos a los fondos financieros colombianos.

Los principales intermediarios financieros privados especializados, son los bancos comerciales, los bancos de inversiones y las sociedades financieras.

Los bancos comerciales, además de sus funciones tradicionales, pueden participar como intermediarios en la colocación de nuevas emisiones de títulos privados (sin embargo, no pueden suscribir acciones para su reventa). Su papel en este campo ha sido secundario debido a la especialización funcional de los intermediarios financieros.

La autoridad monetaria se ha mostrado reticente a permitir que los bancos comerciales participen en el mercado secundario de créditos (líneas especiales de crédito de la banca central) pues consideran, acertadamente, que estos podrían utilizar su poder financiero para canalizar recursos de acuerdo a sus propios criterios, favoreciendo a sectores que generen el mayor volumen de depósitos a la vista.

Los bancos privados de inversión en Brasil fueron creados con el objetivo de vigorizar el crédito a mediano y largo plazo y de facilitar la adquisición de capital propio y de trabajo de las empresas mediante la aplicación de recursos propios y la captación, intermediación y distribución de recursos de terceros. En esta forma, los bancos de inversión en Brasil tienen las características de bancos de fomento que se explicaron inicialmente. Entre sus fuentes de fondos cuentan principalmente con depósitos con corrección monetaria, recursos propios, contratos directos de crédito externo, recursos del Fondo de Refinanciamiento del Banco de Desarrollo Económico (para actividades de producción y para la compra de maquinaria y equipo producidos en el país) y originalmente podían descontar letras de cambio a un plazo superior a un año(7). La principal fuente de fondos de los bancos de inversión han sido los depósitos con corrección monetaria.

La canalización de recursos se ha orientado básicamente hacia préstamos para capital de trabajo a mediano plazo. En este sentido los bancos de inversión en Brasil cumplen

⁷ Esta atribución fue suspendida a partir de enero de 1972.

una función equivalente a la de los intermediarios financieros colombianos que utilizan las líneas de crédito del Fondo Financiero Industrial (FFI).

Durante la época de auge inflacionario en Brasil los bancos comerciales abandonaron el mercado de crédito a mediano plazo. Las sociedades financieras brasileñas surgieron para cubrir este vacío. A partir de 1966 el Banco Central instituyó el crédito directo al consumidor, actualmente el principal campo de operación de estas sociedades.

Estas instituciones se financian casi exclusivamente por medio de aceptaciones. Vale la pena anotar que tanto en el aspecto de captación de los recursos, como en su aplicación, el volumen de operaciones depende más de la tasa de crecimiento del ingreso que de su nivel.

En Colombia no existe un equivalente institucional a las sociedades financieras de Brasil y las actividades de estas sociedades son en Colombia realizadas principalmente a través del mercado extrabancario(8). Recientemente se ha propuesto que las corporaciones financieras colombianas utilicen el sistema de aceptaciones para captar recursos propios y para atraer un segmento del mercado extrabancario hacia el mercado institucional(9).

La experiencia de las sociedades financieras brasileñas indica que este tipo de operaciones tiene el riesgo de que los intermediarios que las realizan se dediquen exclusivamente a atender el mercado de crédito de consumo descuidando actividades de crédito de fomento.

El sistema financiero en Brasil aparece como una organización altamente especializada por funciones. El crédito de largo plazo está administrado directamente por la banca central. Los intermediarios financieros privados se dedican a satisfacer necesidades de mediano y corto plazo, especializándose según el destino de los créditos y utilizando principalmente los recursos captados mediante esfuerzo propio.

Desde el punto de vista institucional existen en México y Brasil entidades financieras con objetivos y funciones semejantes a las que existen en Colombia. Se destaca en México la labor realizada por la Nacional Financiera para desarrollar un libre mercado de capitales y para educar al inversionista. El éxito de su gestión se demuestra por la eficacia de las financieras privadas en el proceso de captación de recursos sin necesidad de recurrir a políticas oficiales de sustentación o subsidio. Sin embargo, es notorio el hecho de que en el sistema financiero mexicano no se haya logrado inducir a las instituciones financieras privadas a desarrollar funciones propias de bancos de fomento ni evitar que la banca comercial haya utilizado a las sociedades financieras para evadir la rigidez de los controles a que está sometida. La financiación de proyectos a largo plazo continúa dependiendo de la intervención oficial a través de la Nacional Financiera.

En el caso de Brasil, se puede observar que también ha sido necesaria la intervención oficial para financiación a largo plazo, pues las instituciones financieras privadas se han dedicado a aplicar recursos a corto y mediano plazo.

Finalmente, cabe destacar que la estrategia seguida por la Nacional Financiera de México está más dirigida a propiciar la captación de recursos de capital por parte de las empresas que requieren financiación a largo plazo, que a crear una dependencia por cursos de crédito. En Brasil como en Colombia se ha seguido una estrategia opuesta —suministrar recursos de crédito a través de fondos especiales— fomentando la dependencia de la empresa privada por recursos oficiales. A continuación se demostrará cómo en el caso colombiano esta estrategia puede haber contribuido a la depresión del mercado de capital y cómo ha orientado la labor de los bancos de fomento —corporaciones financieras— casi exclusivamente hacia operaciones crediticias en detrimento de las actividades de promoción e intermediación de inversiones.

⁸ De Pombo Joaquín, *Algunos aspectos del mercado libre de dinero*, FEDESARROLLO, 1973.

⁹ Rhoades, John H. *Informe para el Banco de la República*, Cuerpo Internacional de Servicios Ejecutivos, julio de 1974.

III- La banca de desarrollo en Colombia: el caso de las corporaciones financieras privadas

1. Introducción

En Colombia las funciones típicas de los bancos de desarrollo son compartidas por entidades financieras oficiales y privadas. Las corporaciones financieras fueron concebidas con el propósito de estimular la creación y el desarrollo de empresas manufactureras, agropecuarias y mineras, facilitando su financiación a través de actividades crediticias de mediano y largo plazo, de inversión directa y de intermediación de inversiones.

El financiamiento y la evaluación de proyectos de desarrollo requerían una organización funcional especial y conocimientos técnicos y administrativos especializados que permitieran una supervisión más efectiva. Las corporaciones financieras dispondrían de esa "tecnología administrativa" y además, por estar operando a nivel regional tendrían un mejor conocimiento de las condiciones socio-económica de las regiones respectivas.

El Banco de la República a través de fondos especializados de financiación tales como el Fondo de Inversiones Privadas (FIP) y el Fondo Financiero Industrial (FFI), y por medio de operaciones de redescuento, ha canalizado recursos propios y recursos de agencias internacionales de crédito hacia actividades de fomento. Las corporaciones financieras y los bancos comerciales actúan como intermediarios financieros en la aplicación de estos recursos. (Cuadro 1).

Cuadro 1

FFI, FIP, FFDU, BANCO MUNDIAL
CREDITOS APROBADOS POR INTERMEDIARIOS FINANCIEROS¹

(Cifras acumuladas a Junio 30 de 1974)

	FFI				FIP				FFDU				Banco Mundial ²	
	Línea Ord. % No.	Línea B. de C. % No.	Línea en \$ % No.	Línea en US\$ % No.	Línea en \$ % No.	Línea en US\$ % No.	% Valor	% No.	% Valor					
Bancos ³	32.10	51.40	18.80	12.40	58.96	30.36	30.54	19.64	71.50	32.00	—	—		
Corporaciones financieras	67.50	47.10	78.10	56.30	34.36	44.00	59.09	55.25	5.30	2.10	83.30	45.20		
Consortio de corporac.	0.10	0.50	—	—	.98	4.12	3.24	11.42	—	—	16.70	54.80		
Consortio de bancos	0.10	0.40	—	—	2.73	12.10	1.29	.51	9.50	17.10	—	—		
Consortio de bancos y corp.	0.20	0.60	3.10	31.30	2.97	9.42	5.84	13.18	13.70	48.80	—	—		
TOTAL	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO

¹ Según porcentaje sobre número total de los préstamos otorgados y según porcentaje sobre valor total de los préstamos otorgados

² Líneas 451 - 534 - 625 - 742 - 903 (Líneas de corporaciones financieras)

³ Bancos nacionales privados, oficiales y semioficiales y bancos extranjeros

Línea Ord. = Línea ordinaria

B. de C. = Bienes de capital

Así las corporaciones financieras son intermediarios en la captación primaria de recursos y en la asignación de los mismos e intermediarios secundarios en la aplicación de recursos originados en la banca central y los fondos financieros.

Aunque el papel fundamental de la banca comercial corresponde al de "la entidad financiera que hace el negocio de recibir fondos de otros en depósito general y usa de éstos, junto con su propio capital, para prestarlos a plazos menores de un (1) año y comprar o descontar pagarés, giros o letras de cambio a término menor de un año". (Art. 20., Ley 45 de 1923), los bancos comerciales en Colombia han participado activamente en labores propias de bancos de fomento debido a la política de orientación selectiva de crédito de la banca central y los fondos financieros que ha inducido su cartera hacia el crédito a mediano (1 a 5 años) y largo plazo.

Siendo la corporación financiera la entidad que más corresponde a la definición de banco de desarrollo se analizará a continuación su actividad en el período 1968-1973. La

contribución relativa de estos intermediarios en el sistema financiero puede evaluarse por su eficacia para dirigir la distribución del crédito y por su habilidad para promover la expansión del mercado de capitales.

La metodología de este estudio se ciñe a un análisis de fuentes y aplicaciones de fondos ya que este esquema permite determinar el desempeño del sector de las financieras en su labor de captación de recursos primarios, y su eficacia como instituciones de fomento en la aplicación de recursos. El análisis se presentará separadamente para las financieras oficiales, las privadas y el IFI, destacando el papel de las corporaciones privadas.

2. Análisis de flujo de fondos.- Corporaciones Financieras Privadas

Las corporaciones financieras privadas pueden captar recursos en el mercado mediante emisiones de bonos de garantía general y bonos de garantía específica, a través de aumentos en su capital pagado y por depósitos a término.

Los bonos en circulación de las corporaciones privadas han venido perdiendo importancia relativa como fuente de fondos en relación al total de fuentes de recursos (cuadro 2). Esto no quiere decir que las corporaciones financieras privadas hayan descuidado este aspecto de captación de recursos, pues comparadas con el IFI¹⁰ y otras corporaciones oficiales, las privadas han demostrado una mayor agresividad¹¹ en la utilización de esta fuente (cuadro 3). En parte, ello es explicable por el hecho de que es práctica común de las financieras privadas, otorgar préstamos en bonos a su valor nominal.

Los aumentos del capital pagado han sido una fuente aún de menor importancia relativa que los bonos, aunque esta se ha mantenido más o menos constante en relación al total de fuentes de fondos (cuadro 2).

Con respecto al IFI y a las demás corporaciones financieras oficiales el capital pagado de las privadas ha crecido más lentamente (cuadro 4) en razón de que estas deben competir abiertamente en el mercado para captar sus recursos de capital.

Entre los recursos obtenidos en el mercado, los depósitos a término han constituido la fuente de menor importancia relativa para las corporaciones privadas (cuadro 2). Los saldos en esta línea no muestran ninguna tendencia definida en el período analizado y sus variaciones parecen ajustarse a las condiciones prevalecientes en el mercado de ahorros (cuadro 5).

En conjunto las tres fuentes de fondos discutidas anteriormente constituyeron en promedio cerca del 23% de las fuentes totales de fondos disponibles para las financieras privadas durante el período 1968-1973.

Además de los recursos originados en el mercado, las corporaciones financieras cuentan con líneas de crédito del Banco de la República y los fondos financieros. Algunas de estas líneas provienen de entidades internacionales.

Los recursos provenientes de líneas internacionales de crédito constituyen una fuente importante de fondos para las financieras privadas (cuadro 2). Se destacan las líneas del Banco Mundial que son canalizadas exclusivamente a través de las corporaciones (cuadro 1). Como resultado de estas líneas el Banco Mundial ha logrado desarrollar en las financieras una alta sofisticación para la administración de los créditos, su asignación y el control de las empresas beneficiadas.

La dependencia de las financieras por recursos del Banco de la República y de los fondos financieros ha aumentado considerablemente con respecto al nivel observado en

¹⁰ En este análisis no se han considerado los bonos de valor constante (Decreto 687/67) que constituyen la principal fuente de recursos del IFI por cuanto los fondos provenientes de estos bonos no se originan en el mercado primario. (Alfonso Osorio, Memorando para FEDESARROLLO, Corporación Financiera del Valle, 1974).

¹¹ Durante el período considerado la tasa anual promedio de crecimiento de los bonos en circulación de las financieras privadas fue de 27.4%, y supera a la tasa de crecimiento anual promedio del ahorro familiar en el mismo período (22.4%). Cálculos de FEDESARROLLO y Hernando Gómez O. y Fernando Pardo V. *Las tasas de interés en Colombia, perspectiva general*, FEDESARROLLO, 1973.

1968. Los recursos controlados por la banca central (incluyendo líneas de crédito internacional) constituyen la fuente de fondos más importante con que han contado las corporaciones financieras privadas. Como se desprende del cuadro 6 estos recursos han sido en promedio el 48% del total de fuentes de fondos de las financieras privadas.

Cuadro 2

FUENTES DE FONDOS
CORPORACIONES FINANCIERAS PRIVADAS
COMPOSICION PORCENTUAL

	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Captación neta de recursos en mercado	<u>29.51</u>	<u>29.83</u>	<u>22.12</u>	<u>14.73</u>	<u>19.83</u>	<u>20.66</u>
Capital pagado	7.37	8.73	10.65	8.62	5.01	7.76
Bulos en circulación	19.30	15.39	11.03	6.11	13.44	7.10
Depósitos a término	2.84	5.81	.44	0	1.38	5.80
Recursos de líneas internacionales ¹	<u>36.75</u>	<u>20.07</u>	<u>29.64</u>	<u>19.20</u>	<u>40.40</u>	<u>15.57</u>
Recursos Banco Central	<u>6.68</u>	<u>19.20</u>	<u>26.45</u>	<u>16.60</u>	<u>13.67</u>	<u>25.87</u>
Banco de la República ²	.46	—	12.75	5.50	.29	.84
IFI	—	2.65	2.62	0	.02	2.69
FFI y FFDU	.03	5.73	8.05	3.50	3.05	2.14
FIP	6.19	10.56	3.03	7.60	5.41	5.34
Otros fondos ³	—	.26	0	0	4.90	14.86
Exigibilidades a más y menos de 30 días ⁴	<u>7.41</u>	<u>6.65</u>	<u>9.16</u>	<u>34.31</u>	<u>6.48</u>	<u>17.54</u>
Reservas	<u>2.42</u>	<u>2.91</u>	<u>2.01</u>	<u>4.70</u>	<u>4.36</u>	<u>3.55</u>
Utilidades y reinversión	<u>2.42</u>	<u>8.03</u>	<u>4.83</u>	<u>1.87</u>	<u>2.00</u>	<u>8.11</u>
No distribuidas	.58	5.17	1.20	0	.20	5.29
Del ejercicio	1.84	2.86	3.63	1.87	1.80	2.82
Responsabilidad por avales y garantías	<u>9.80</u>	0	<u>1.49</u>	0	<u>5.36</u>	0
Otros ⁵	<u>5.01</u>	<u>13.31</u>	<u>4.30</u>	<u>8.59</u>	<u>7.90</u>	<u>8.70</u>
T O T A L	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
TOTAL (\$ millones)	<u>674.06</u>	<u>672.20</u>	<u>833.63</u>	<u>1.010.05</u>	<u>1.202.83</u>	<u>1.453.34</u>

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de FEDESARROLLO

¹No incluye AID

²Incluye AID

³PROEXPO, FONADE, etc.

⁴En moneda legal y moneda extranjera, no incluye depósitos

⁵Incluye disminución de activos sin ajustar para depreciación y otros pasivos.

Cuadro 3

BONOS EN CIRCULACION¹
CORPORACIONES FINANCIERAS (TODAS)

	(\$ millones)						
	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Total	224.7	380.4	492.8	583.0	667.0	878.1	—
IFI ²	—	25.6	34.6	30.6	35.0	32.9	n.d.
Privadas	224.7	354.8	458.2	550.2	611.9	773.6	876.9
Oficiales	—	—	—	2.2	20.1	71.6	n.d.

Fuente: Superintendencia Bancaria

1 Saldos a diciembre de cada año

2 No incluye recursos Decreto 687/67

n. d. No disponible

Cuadro 4
CAPITAL PAGADO¹
CORPORACIONES FINANCIERAS (TODAS)

	(\$ millones)						
	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Total	400.5	670.3	896.7	1.657.4	1.866.9	2.161.5	2.595.2
IFI	—	150.2	264.4	936.3	1.003.9	1.105.4	1.329.0
Privadas	377.7	427.5	468.2	576.0	662.0	722.0	835.3
Oficiales	22.8	92.6	146.1	146.1	200.9	333.8	430.9

Fuente: Superintendencia Bancaria

1 Valor en libros.

Saldos a diciembre de cada año.

Cuadro 5
DEPOSITOS A TERMINO¹
CORPORACIONES FINANCIERAS (TODAS)

	(\$ millones)						
	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Total	28.5	47.7	136.1	139.7	57.5	81.7	168.5
IFI	—	—	50.0	50.0	—	—	—
Privadas	28.5	47.7	86.1	89.7	57.5	74.2	158.5
Oficiales	—	—	—	—	—	7.5	10.0

Fuente: Superintendencia Bancaria

1 Todas las cifras en \$ millones, saldos a diciembre de cada año.

La relación entre recursos provenientes de la banca central y los no oficiales puede aumentar en el futuro aún más si se tiene en cuenta que a partir de 1973 dejó de operar la Ley 37 de 1969 por la cual se eximía de impuestos sobre la renta una reserva anual de fomento económico hasta del 5% de las utilidades líquidas de sociedades anónimas y de aquellas supervisadas por la Superintendencia Bancaria(12).

¹² Se había calificado como receptora de esta reserva la inversión en acciones de las corporaciones financieras.

Es interesante destacar que cuando los recursos suministrados por la Banca Central (incluyendo créditos internacionales) han disminuido su participación relativa como fuente de fondos, (cuadro 6) las corporaciones han reaccionado aumentando sus pasivos a corto plazo (cuadro 7). Este comportamiento es indicativo de la relación de dependencia de las corporaciones por recursos oficiales, y de los posibles efectos que una eventual disminución de dichos fondos ocasionaría.

Cuadro 6

COMPOSICION PORCENTUAL DE FUENTES DE FONDOS
CORPORACIONES FINANCIERAS PRIVADAS
RECURSOS OFICIALES Y NO OFICIALES

	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Recursos canalizados a través del Banco Central y Fondos Financieros ¹	49.83	43.09	58.07	37.54	58.28	43.95
Recursos no oficiales ²	50.17	56.91	41.93	62.46	41.72	56.05
TOTAL	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Fuente: Cuadro 2.

¹ Incluye líneas del Banco de la República, AID, fondos financieros y líneas internacionales.

² No incluye responsabilidad por avales y garantías, tampoco disminución de activos.

Cuadro 7

FUENTES DE FONDOS DE CORTO PLAZO EN RELACION AL TOTAL (%)
CORPORACIONES FINANCIERAS PRIVADAS

	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Corto plazo ¹	9.89	12.46	9.60	34.31*	7.86	23.34

Fuente: Cuadro 2.

¹ Incluye depósitos a término y exigibilidades a más o menos de 30 días

*Incluye \$240.9 millones en financiación de aceptaciones y avances.

Para el análisis de usos de fondos de las corporaciones privadas se elaboró el cuadro 8 con base en los balances consolidados presentados en la revista de la Superintendencia Bancaria. En el cuadro 9 se presenta el uso de fondos discriminado por categorías tales que permitieron estudiar la aplicación de recursos en forma más agregada. Se puede notar en este cuadro que las financieras privadas han aplicado la mayor parte de sus recursos en operaciones crediticias, mientras que las inversiones han obtenido solamente una proporción modesta de dichos recursos.

Debe señalarse que una porción importante de los recursos se ha destinado a la amortización de créditos, como lo muestra el rubro "disminución de pasivos" (Cuadro 9). La mayor parte de estas aplicaciones de fondos va a atender líneas de crédito de la banca central.

3. Actividad de las Corporaciones Financieras en el Mercado Institucional de Crédito

Si se analiza el mercado de crédito institucional en Colombia, de acuerdo a su segmentación por tipos de plazo, se observa que el sector de las corporaciones financieras ha canalizado sus recursos hacia el mediano y largo plazo, manteniendo a un bajo nivel sus

colocaciones a corto plazo. La banca comercial ha mantenido una actividad en el mediano y largo plazo que ha representado más del 25% del total de sus colocaciones (cuadro 10). Esta intervención de los bancos comerciales en un mercado que corresponde al sector de las financieras, se ha debido en gran parte a la política de orientación selectiva del crédito fijado por las autoridades monetarias. Dicha política ha tenido como uno de sus fines, inducir la cartera bancaria hacia propósitos de fomento (cuadro 11).

Cuadro 8

USOS DE FONDOS CORPORACIONES FINANCIERAS PRIVADAS
Relación Porcentual

	1968	1969	1970	1971	1972	1973
ACTIVOS						
1. Disponibilidades	2.35	—	5.08	—	2.49	0.06
2. Inversiones	8.29	11.64	7.09	6.75	—	7.80
3. Préstamos y descuentos	66.72	59.96	48.25	45.56	78.42	73.57
4. Deudores por crédito y aceptaciones	—	—	18.40	11.91	—	14.47
5. Deudores varios	—	1.26	3.08	1.77	0.28	3.02
6. Avales y garantías	9.89	—	—	—	5.36	—
7. Bienes recibidos en pago	0.36	0.30	3.64	0.05	0.10	—
8. Activo fijo, maquinaria, equipo	1.57	2.30	—	1.41	0.08	0.08
9. Activos diferidos	—	3.49	1.57	5.52	5.72	—
10. Otros activos	—	2.42	4.19	—	0.74	—
PASIVOS						
1. Depósitos a término	—	—	—	3.19	—	—
2. Bonos en circulación						
3. Préstamos (obligaciones en mutuo) M/L				3.42		0.29
4. Sobreregiros M/L		0.08				
5. Otros M/L	1.63					
6. Corresponsales extranjeros M/E						
7. Aceptaciones M/E						
8. Financiación aceptaciones y/o avances M/E					3.24	
9. Otros M/E						
Banco de la República						
10. Préstamos y descuentos	8.74	12.30	4.84		2.87	0.71
11. Recursos AID		0.10	0.36			
12. Otros	0.74	2.71		0.60	0.70	
13. Recursos IFI				18.48		
14. Recursos FFI y FFDU				0.68		
15. Recursos FIP			0.08			
16. Recursos de otros fondos (FONADE, etc.)						
17. Recursos internacionales excepto AID						
18. Recursos de administración (bonos y otros)		3.44			1.07	
19. Responsabilidad por avales y garantías						
20. Otros pasivos						
CAPITAL						
21. Pagado						
22. Reservas						
23. Superávit - Déficit				3.10		
24. Utilidades						
TOTAL	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Total (\$ millones)	674.06	672.20	833.63	1.010.95	1.202.83	1.453.34

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de FEDESARROLLO

M/L = Moneda Legal.

M/E = Moneda Extranjera.

Cuadro 9

**USOS DE FONDOS - CORPORACIONES FINANCIERAS PRIVADAS
COMPOSICION PORCENTUAL**

	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Inversiones	8.29	11.64	7.09	6.75	0	7.80
Operaciones crediticias ¹	76.61	61.22	69.73	59.24	84.06	90.96
Disminución de pasivos ²	10.84	18.63	8.70	24.02	6.81	1.00
Otros ³	<u>4.26</u>	<u>8.51</u>	<u>14.48</u>	<u>9.99</u>	<u>9.13</u>	<u>.24</u>
Total	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Fuente: Cuadro 8.

¹ Préstamos y descuentos, deudores por crédito y aceptaciones, deudores varios, avales.

² Exigibilidades a más y menos de treinta días, depósitos a término, líneas de crédito oficiales, líneas internacionales, recursos en administración, otros pasivos.

³ Activos fijos, disponibilidades, activos diferidos, otros activos.

Cuadro 10

**CARTERA SEGUN PLAZOS %
BANCOS COMERCIALES Y CORPORACIONES FINANCIERAS¹ 1969-1973**

Plazo	1969		1970		1971		1972		1973	
	Bancos	Corp.								
Corto plazo	70.6	7.3	71.7	9.4	71.3	8.1	71.0	2.6	75.0	5.7
Mediano plazo	17.0	38.8	14.8	35.9	15.0	35.5	14.8	27.1	12.7	26.3
Largo plazo	12.4	53.9	13.5	54.7	13.7	56.4	14.2	70.3	12.3	68.0
TOTAL	100.0									

Fuente: Banco de la República

¹ Incluye Corporaciones financieras oficiales y privadas

Corp. = Corporaciones financieras.

Cuadro 11

**PARTICIPACION PORCENTUAL EN EL MERCADO DE CREDITO SEGUN PLAZO¹
BANCOS COMERCIALES Y CORPORACIONES FINANCIERAS**

	Corto plazo	Mediano Plazo	Largo Plazo
Bancos Comerciales	98.93	59.97	35.92
Corporaciones Financieras	1.07	40.03	64.08
T O T A L	100.00	100.00	100.00

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO

¹ Según cifras a diciembre de 1973.

El cuadro 12 muestra que una proporción creciente de los recursos provenientes de los fondos financieros se ha canalizado a través de la banca comercial, restando posibilidades al sector de las financieras. A pesar de la competencia por recursos con el sector bancario y de la disminución en términos relativos de su participación en los recursos provenientes de los fondos financieros, las corporaciones han perseguido su objetivo de financiamiento a mediano y largo plazo.

Cuadro 12

FINANCIACION DE LA CARTERA CON RECURSOS DE LOS FONDOS FINANCIEROS %

	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Bancos Comerciales	66.4	54.0	53.7	58.7	58.4	59.0	72.0	81.5
Corporaciones Financieras ¹	33.6	46.0	46.3	41.3	41.6	41.0	28.0	18.5
T O T A L	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO

¹ Incluye Corporaciones Financieras oficiales y privadas.

Las corporaciones financieras *privadas* han mantenido una alta proporción de su cartera en colocaciones a mediano y largo plazo (cuadros 13 y 14). Aunque aparentemente se observa un leve desplazamiento hacia el corto plazo, ello se debe a colocaciones de recursos redescuentables. Las colocaciones no descontables se han concentrado predominantemente a mediano y largo plazo (cuadros 15 y 16), aumentando su proporción en el total de colocaciones a largo plazo en años recientes en los cuales debido a las expectativas de inflación sería aconsejable lo contrario. Por otra parte, los pasivos a corto plazo han aumentado su participación en el total de fuentes de recursos (cuadro 21).

Cuadro 13

COMPOSICION PORCENTUAL DE LA CARTERA SEGUN PLAZO
CORPORACIONES FINANCIERAS PRIVADAS %

	1969	1971	1973
Corto Plazo	4.60	2.74	6.26
Mediano Plazo	49.28	42.83	40.15
Largo Plazo	46.12	54.43	53.59
T O T A L	100	100	100

Fuente: Cuadro 14.

Cuadro 14

COMPOSICION DE CARTERA¹
CORPORACIONES FINANCIERAS PRIVADAS

	1969		1971		1973	
	\$ millones	%	\$ millones	%	\$ millones	%
Corto Plazo (\$ millones)	<u>93.4</u>	100.00	<u>74.8</u>	100.00	<u>321.2</u>	100.00
Descontable					34.1	10.62
No descontable	93.3	99.90	49.6	66.31	40.1	12.48
Descontada			15.8	21.12	246.3	76.68
Vencida	0.1	0.10	9.4	12.57	.7	.22
Mediano Plazo (\$ millones)	<u>999.9</u>	100.00	<u>1.169.1</u>	100.00	<u>2.059.1</u>	100.00
Descontable	163.1	16.31	79.7	6.82	6.7	.32
No descontable	554.7	55.48	911.5	77.97	1.487.3	72.23
Descontada	266.1	26.61	134.6	11.51	173.3	8.42
Vencida	16.0	1.60	43.3	3.70	391.8	19.03
Largo Plazo (\$ millones)	<u>935.5</u>	100.00	<u>1.486.0</u>	100.00	<u>2.748.6</u>	100.00

Conti.: Cuadro 14

	1969		1971		1973	
	\$ Millones	%	\$ Millones	%	\$ Millones	%
Descontable	45.1	4.82	43.5	2.93	272.6	9.92
No descontable	77.1	8.24	72.2	4.86	1.024.6	37.28
Descontada	812.2	86.82	1.349.7	90.83	1.255.5	45.68
Vencida	1.1	0.12	20.6	1.38	159.9	7.12
Total (\$ millones)	2.028.8		2.729.9		5.128.9	

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de FEDESARROLLO

¹ Cifras a diciembre del año correspondiente.

Cuadro 15

**CARTERA NO DESCONTABLE SEGUN PLAZO
CORPORACIONES FINANCIERAS PRIVADAS**

	(\$ millones)		
	1969	1971	1973
Corto Plazo	93.3	49.6	40.1
Mediano Plazo	554.7	911.5	1.487.3
Largo Plazo	77.1	72.2	1024.6
TOTAL	725.1	1.033.3	2.551.0

Fuente: Cuadro 14.

Cuadro 16

**COMPOSICION PORCENTUAL DE LA CARTERA NO DESCONTABLE
SEGUN PLAZO
CORPORACIONES FINANCIERAS PRIVADAS**

	1969	1971	1973
	1969	1971	1973
Corto Plazo	12.87	4.80	1.57
Mediano Plazo	76.50	88.21	58.22
Largo Plazo	10.63	6.99	40.21
T O T A L	100.00	100.00	100.00

Fuente: Cuadro 14.

Para cumplir cabalmente con sus objetivos y con la política que han venido siguiendo, encaminada a suministrar crédito no descontable a mediano y largo plazo, las corporaciones financieras deben procurarse recursos adecuados que las aseguren contra la eventualidad de situaciones en las que el origen de dichos recursos pueda constituir un factor de alto riesgo y presión sobre su liquidez.

Finalmente, es interesante contrastar la actividad crediticia de las financieras privadas con la del Instituto de Fomento Industrial y la de las otras corporaciones financieras oficiales. El IFI ha abandonado paulatinamente el crédito a mediano plazo y ha concentrado sus colocaciones en el largo plazo. Su participación en este mercado es comparable a la de las corporaciones financieras privadas (cuadros 17 y 18). Las demás corporaciones financieras oficiales han tenido una participación relativamente secundaria en el volumen total de crédito institucional y sus colocaciones están orientadas hacia sectores económicos específicos. Puede observarse que el crédito otorgado por estas cor-

poraciones ha sido predominantemente de mediano plazo con recursos no descontables (cuadros 19 y 20).

Cuadro 17

COMPOSICION DE CARTERA¹IFI²

	1969		1971		1973	
	\$ millones	%	\$ millones	%	\$ millones	%
Corto Plazo	<u>146.5</u>	<u>100</u>	<u>318.5</u>	<u>100</u>	<u>70.3</u>	<u>100</u>
Descontable	102.7	70.10	98.5	30.93	70.3	100
No descontable	30.9	21.09	202.5	63.58	0	0
Descontada	8.6	5.87	17.5	5.49	0	0
Vencida	4.3	2.94	0	0	0	0
Mediano Plazo	<u>353.0</u>	<u>100</u>	<u>440.7</u>	<u>100</u>	<u>—</u>	<u>100</u>
Descontable	52.8	14.96	72.9	16.56	0	0
No descontable	240.2	68.04	317.7	72.16	0	0
Descontada	54.0	15.30	50.1	11.38	0	0
Vencida	6.0	1.70	0	0	0	0
Largo Plazo	<u>828.9</u>	<u>100</u>	<u>1.259.8</u>	<u>100</u>	<u>2.777.1</u>	<u>100</u>
Descontable	173.1	20.88	141.4	11.22	561.9	20.23
No descontable	628.9	75.87	1.043.1	82.80	2.079.1	74.87
Descontada	26.9	3.25	75.3	5.98	136.1	4.90
Vencida	0	0	0	0	0	0
TOTAL (\$ millones)	1.328.4		2.018.6		2.847.4	

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de FEDESARROLLO

¹ Cifras a diciembre de cada año correspondiente

² Instituto de Fomento Industrial.

Cuadro 18

COMPOSICION PORCENTUAL DE LA CARTERA SEGUN PLAZO
INSTITUTO DE FOMENTO INDUSTRIAL

	1969	1971	1973
Corto Plazo	11.03	15.78	2.47
Mediano Plazo	26.57	21.81	0
Largo Plazo	62.40	62.41	97.53
TOTAL	100.00	100.00	100.00

Fuente: Cuadro 17.

4. Cartera de inversiones de las corporaciones financieras

Las corporaciones financieras en Colombia fueron facultadas:

- Para promover la creación, reorganización y financiación de empresas y para participar en el capital de ellas.
- Para adquirir y negociar toda clase de valores mobiliarios emitidos principalmente por empresas manufactureras, agropecuarias y mineras, y
- Para intermediar en la colocación de papeles emitidos por dichas empresas. (Decreto 2369 de 1960).

Cuadro 19
COMPOSICION DE CARTERA¹
CORPORACIONES FINANCIERAS OFICIALES²

	1969		1971		1973	
	\$ Millones	%	\$ Millones	%	\$ Millones	%
Corto Plazo	<u>2.5</u>	<u>100</u>	<u>24.4</u>	<u>100</u>	<u>82.5</u>	<u>100</u>
Descontable	2.0	80.0	4.7	19.26	15.1	18.30
No descontable	0.5	20.0	6.1	25.00	3.0	3.64
Descontada	0	0	12.2	50.00	63.5	76.97
Vencida	0	0	1.4	5.74	0.9	1.09
Mediano Plazo	<u>94.3</u>	<u>100</u>	<u>220.7</u>	<u>100</u>	<u>494.7</u>	<u>100</u>
Descontable	31.4	33.30	50.5	22.8	76.5	15.46
No descontable	39.5	41.89	71.2	32.26	301.2	60.89
Descontada	7.5	7.95	46.3	20.98	90.6	18.31
Vencida	15.9	16.86	52.7	23.88	26.4	5.34
Largo Plazo	<u>27.1</u>	<u>100</u>	<u>171.9</u>	<u>100</u>	<u>266.6</u>	<u>100</u>
Descontable	2.6	9.59	14.4	8.38	3.2	1.2
No descontable	19.1	70.48	54.3	31.59	147.2	55.21
Descontada	3.7	13.65	78.7	45.78	100.9	37.85
Vencida	1.7	6.28	24.5	14.25	15.3	5.74
TOTAL	123.9		417.0		843.8	

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de FEDESARROLLO.

¹ Cifras a diciembre de cada año correspondiente.

² Excluyendo IFI.

Cuadro 20

COMPOSICION PORCENTUAL DE LA CARTERA SEGUN PLAZO
CORPORACIONES OFICIALES¹

	1969	1971	1973
Corto Plazo	2.02	5.85	9.77
Mediano Plazo	76.10	52.93	58.63
Largo Plazo	21.88	41.22	31.60
TOTAL	100.00	100.00	100.00

Fuente: Cuadro 19.

¹ Excluyendo IFI.

En otras palabras, las corporaciones fueron constituidas como bancos de inversión para el servicio de los sectores indicados. La dedicación de las corporaciones a estas actividades facilitaría la adquisición de recursos propios por parte de las empresas y contribuiría a la formación de un mercado de capitales eficiente.

La labor de las corporaciones financieras en este campo ha sido muy limitada. La proporción en el total de activos correspondientes a las inversiones de las corporaciones privadas ha ido reduciéndose gradualmente en relación a la actividad crediticia (cuadro 24). Las corporaciones financieras oficiales (incluyendo al IFI) muestran una composición diferente de sus activos, manteniendo una proporción más alta en inversiones (cuadros 25, 22 y 23).

Sin embargo, se puede observar que las corporaciones financieras privadas han desarrollado una labor comparable a la de las corporaciones financieras oficiales en las funciones de promoción, transformación y financiación de empresas (cuadros 26, 27 y 28).

Cuadro 21

BALANCES CONSOLIDADOS CORPORACIONES FINANCIERAS PRIVADAS
Relaciones Porcentuales

	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
ACTIVOS							
1. Disponibilidades	2.52	2.57	1.25	2.13	1.68	1.89	1.71
2. Inversiones	17.48	15.64	15.71	14.16	13.51	10.61	10.57
3. Préstamos y descuentos	52.80	58.57	62.48	60.80	61.80	66.60	71.67
4. Deudores por préstamos y aceptaciones	15.11	11.58	8.73	11.11	12.10	9.50	11.12
5. Deudores varios	1.67	0.99	1.11	1.57	1.63	1.36	1.80
6. Avales y garantías	6.37	7.57	6.23	4.78	3.80	4.21	
7. Bienes recibidos en pago	0.22	0.27	0.30	1.05	0.90	0.74	0.54
8. Activo fijo, maquinaria, equipo	0.20	0.48	0.91	0.49	0.74	0.60	0.51
9. Activos diferidos	1.50	1.08	1.68	1.70	2.70	3.41	1.92
10. Otros activos	2.13	1.25	1.60	2.21	1.14	1.08	0.16
Total Activos	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
PASIVO							
1. Depósitos a término	1.48	1.90	2.88	2.40	1.30	1.34	2.40
2. Bonos en circulación	11.66	14.19	15.32	14.73	13.85	14.02	13.28
3. Préstamos (obligaciones mutuo) M/L	2.17	2.66	2.76	1.45	2.75	2.90	3.02
4. Sobregiros M/L		0.02					
5. Otros M/L	0.83	0.36	0.03	0.90	0.96	0.94	1.35
6. Corresponsales extranjeros M/E		0.01	0.04	0.03	0.09	0.20	0.11
7. Aceptaciones M/E	0.04	0.42	0.43	0.65	0.90	1.13	1.11
8. Financiación aceptación y/o avances M/E	6.36	5.24	4.69	4.80	9.50	6.90	8.26
9. Otros M/E	0.41	0.54	0.56	0.82	0.93	0.76	0.67
Banco de la República							
10. Préstamos y descuentos	10.65	5.53	1.87	0.41	1.61	0.67	0.35
11. Recursos AID	0.24	0.32	0.24	0.11		0.07	0.21
12. Otros	6.83	5.07	3.63	5.74	0.52	0.26	0.25
13. Recursos IFI			0.60	1.06	0.74	0.59	1.08
14. Recursos FFI y FFDU			1.30	2.84	3.20	3.23	3.18
15. Recursos FIP	16.20	14.14	14.22	12.06	11.93	10.73	10.14
16. Recursos de otros fondos (FONADE, etc.)			0.06	0.03	0.02	1.09	4.18
17. Recursos internacionales excepto AID	2.45	11.78	14.37	18.13	19.69	24.57	23.96
18. Recursos de administración (bonos y otros)							
19. Responsabilidad por avales y garantías	6.37	7.56	6.23	4.78	3.80	4.22	
20. Otros pasivos	5.85	5.03	5.22	4.71	4.90	5.22	4.51
CAPITAL							
21. Pagado	19.60	17.09	16.26	15.40	14.98	13.09	12.65
22. Reservas	6.40	5.58	5.33	4.72	5.05	5.00	4.96
23. Superávit - Déficit	0.33	0.41	1.51	1.47	0.52	0.46	1.54
24. Utilidades	2.14	2.15	2.45	2.76	2.76	2.61	2.79
TOTAL	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Total (\$ millones)	1.926.76	2.501.43	2.989.49	3.734.36	4.418.86	5.517.71	6.604.26

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de FEDESARROLLO

M/L = Moneda Legal

M/E = Moneda Extranjera.

Cuadro 22

BALANCES CONSOLIDADOS IFI
RELACION PORCENTUAL

ACTIVOS	1968	1969	1970	1971	1972	1973
1. Disponibilidades	9.11	4.52	2.23	2.13	2.44	5.43
2. Inversiones	11.51	10.63	24.92	24.44	23.41	27.39
3. Préstamos y descuentos	34.83	48.67	35.67	32.80	31.67	37.20
4. Deudores por préstamos y aceptaciones	6.47	10.71	12.27	12.48	8.08	18.96
5. Deudores varios	1.08	2.06	7.87	6.68	9.99	9.38
6. Avales y garantías	35.89	21.00	13.12	15.39	18.33	—
7. Bienes recibidos en pago	0.02	0.01	—	—	0.07	0.30
8. Activo fijo, maquinaria, equipo	0.53	0.83	0.62	0.45	0.41	0.37
9. Activos diferidos	0.10	0.90	2.96	5.57	4.83	0.89
10. Otros activos	0.46	0.68	0.34	0.06	0.77	0.08
Total activos	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
PASIVOS						
1. Depósitos a término	—	1.83	1.05	—	—	—
2. Bonos en circulación	1.18	1.27	0.65	0.57	0.45	—
3. Préstamos (obligaciones mutuas) M/L	0.28	0.30	0.16	0.10	—	—
4. Sobregiros M/L	—	—	—	—	—	—
5. Otros M/L	1.03	3.78	1.39	2.43	4.20	3.50
6. Correspondentes extranjeros M/E	—	—	—	—	—	—
7. Aceptaciones M/E	—	—	0.05	—	0.03	—
8. Financiación aceptaciones y/o avances M/E	3.37	5.21	1.58	1.15	1.00	0.62
9. Otros M/E	—	0.11	2.57	0.49	0.58	1.16
Banco de la República						
10. Préstamos y descuentos	0.61	0.24	0.21	0.17	0.28	0.13
11. Recursos AID	4.66	7.31	8.77	21.95	17.64	15.87
12. Otros	24.08	0.44	15.66	0.17	0.06	2.15
13. Recursos IFI	—	23.89	—	—	—	29.80
14. Recursos FFI y FFDU	—	0.02	0.06	0.07	0.02	0.11
15. Recursos FIP	2.99	2.85	3.08	2.63	2.15	1.65
16. Recursos de otros fondos (FONADE, etc.)	—	—	0.40	0.55	0.36	—
17. Recursos internacionales (excepto AID)	—	0.17	7.78	8.81	7.78	9.70
18. Recursos de administración (bonos y otros)	9.17	12.86	17.80	21.39	22.87	6.90
19. Responsabilidad por avales y garantías	35.89	21.00	13.13	15.39	18.33	—
20. Otros pasivos	7.37	5.50	3.86	6.12	5.96	7.00
CAPITAL						
21. Pagado	6.95	9.68	19.63	16.30	15.15	17.37
22. Reservas	0.88	0.94	1.09	1.71	2.16	2.64
23. Superávit - Déficit	—	—	—	—	—	0.05
24. Utilidades	1.54	2.60	1.44	—	0.98	1.35
TOTAL	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Total (\$ millones)	2.161.85	2.730.13	4.770.22	6.156.08	7.292.90	7.654.44

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de FEDESARROLLO

M/L = Moneda Legal

M/E = Moneda Extranjera.

Cuadro 23

BALANCES CONSOLIDADOS CORPORACIONES FINANCIERAS OFICIALES
 (Excluyendo IFI)
 Relación Porcentual

	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
ACTIVOS							
1. Disponibilidades	28.77	23.20	11.70	2.65	8.47	5.10	4.00
2. Inversiones	12.78	13.52	15.72	13.63	10.53	14.02	13.12
3. Préstamos y descuentos	25.04	36.77	43.34	53.04	53.95	50.59	45.30
4. Deudores por préstamos y aceptaciones	8.69	6.71	3.59	1.46	2.61	4.08	4.95
5. Deudores varios	19.22	8.35	3.91	9.96	1.93	2.86	
6. Avales y garantías				0.38	0.24	0.36	0.38
7. Bienes recibidos en pago	1.00	0.97	1.07	1.37	1.04	5.54	7.08
8. Activo fijo, maquinaria, equipo	0.70	0.64	1.08	2.24	2.32	4.59	3.39
9. Activos diferidos			5.94	3.17	0.34	2.52	3.80
10. Otros activos							15.84
Total Activos	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
PASIVO							
1. Depósitos a término						0.60	0.61
2. Bonos de circulación					0.59	3.02	5.76
3. Préstamos (obligaciones mutuo) M/L					3.10	10.37	12.91
4. Sobregiros M/L							7.85
5. Otros M/L	0.04	0.18	1.14	1.22	1.62	1.12	5.62
6. Correspondentes extranjeros M/E						0.03	
7. Aceptaciones M/E	1.97						0.08
8. Financiación aceptaciones y/o avances M/E		2.80	14.07	13.57	13.32	7.95	4.16
9. Otros M/E		0.58	0.93	0.67	0.42	0.27	0.25
Banco de la República							
10. Préstamos y descuentos		2.17	0.77	13.65	9.44	7.76	3.60
11. Recursos AID		0.35		0.08			
12. Otros		1.27	7.76	1.56			
13. Recursos IFI					1.09	0.40	0.80
14. Recursos FFI y FFDU				4.23	4.82	8.95	6.20
15. Recursos FIP					5.39	6.72	4.56
16. Recursos de otros fondos (FONADE)						0.53	10.35
17. Recursos internacionales excepto AID		1.05				0.92	0.38
18. Recursos de administración (bonos y otros)							9.95
19. Responsabilidad por avales más garantías	19.22	8.35	11.50	9.96	1.93	2.86	
20. Otros pasivos	16.36	17.24	1.92	4.12	9.37	16.67	11.82
CAPITAL							
21. Pagado	58.58	64.87	55.45	37.73	30.13	26.87	26.36
22. Reservas	0.17	0.78	0.94	1.54	2.40	2.55	2.73
23. Superávit - Déficit			0.12	0.45	0.30	0.25	0.09
24. Utilidades		2.61	1.29	0.84	1.70	0.97	2.10
TOTAL	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Total (\$ millones)	39.01	142.75	263.57	387.37	666.85	1242.16	1634.35

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de FEDESARROLLO

M/L = Moneda Legal

M/E = Moneda Extranjera.

Cuadro 24

**PARTICIPACION PORCENTUAL DE LA INVERSION Y
LA CARTERA EN EL TOTAL DE ACTIVOS¹**
Corporaciones Financieras Privadas

	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974*
Inversiones	17.48	15.64	15.71	14.16	13.51	10.61	10.57	10.4
Cartera ²	69.60	71.14	72.26	73.48	75.53	77.46	84.59	81.9

Fuente: Cuadro 21.

¹ Saldos a diciembre de cada año

² Incluye también deudores por créditos y aceptaciones y deudores varios

*Saldos a febrero de 1974.

Cuadro 25

**PARTICIPACION PORCENTUAL DE LA INVERSION Y
LA CARTERA EN EL TOTAL DE ACTIVOS¹**
Corporaciones Financieras Oficiales

	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974*
Inversiones	13.2	8.1	10.4	24.7	22.5	22.6	25.0	27.0
Cartera ²	31.5	39.0	55.9	55.6	54.5	50.5	59.9	59.6

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de FEDESARROLLO

¹ Saldos a diciembre de cada año

² Incluye también deudores por créditos y aceptaciones y deudores varios

*Saldos a febrero de 1974.

Cuadro 26

**CARTERA DE INVERSION
CORPORACIONES PRIVADAS¹**

	1969		1971		1973	
	\$ millones	%	\$ millones	%	\$ millones	%
Empresas Promovidas	271.3	58.28	366.3	63.1	393.7	57.20
Empresas Transformadas	50.9	10.93	82.2	14.16	133.0	19.32
Empresas Financiadas	41.8	8.98	38.7	6.66	14.4	2.09
Aportes en Sociedades	55.7	11.97	46.3	7.97	23.8	3.46
Bonos y Otros Valores						
Mobiliarios	1.9	0.41	0.5	0.1	41.9	6.10
Otros ²	43.9	9.43	46.5	8.01	81.45	11.83
TOTAL	465.5	100.00	580.5	100.00	688.25	100.00

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de FEDESARROLLO

¹ Cifras en diciembre del año correspondiente

² Incluye cédulas hipotecarias, acciones en corporaciones de ahorro, certificados de abono tributario, acciones en clubes sociales, bonos de desarrollo económico, etc.

Cuadro 27

CARTERA DE INVERSIÓN¹
CORPORACIONES OFICIALES²

	1969		1971		1973	
	\$ millones	%	\$ millones	%	\$ millones	%
Empresas Promovidas	2.4	3.42	27.5	21.54	85.9	50.09
Empresas Transformadas	21.6	30.82	25.7	20.13	31.2	18.19
Empresas Financiadas						
Aportes en Sociedades	35.9	51.21	69.9	54.73	47.5	27.70
Bonos y Otros Valores						
Mobiliarios			0.6	.47	4.7	2.74
Otros	10.2	14.55	4.0	3.13	2.2	1.28
TOTAL	70.1	100.00	127.7	100.00	171.5	100.00

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de FEDESARROLLO

¹ Cifras en diciembre de cada año

² Excluyendo IFI.

Cuadro 28

CARTERA DE INVERSIÓN IFI¹

	1971		1973	
	\$ millones	%	\$ millones	%
Empresas Promovidas	204.2	13.58	330.2	16.52
Empresas Transformadas	16.3	1.08	14.1	0.7
Empresas Financiadas	50.7	3.37	23.5	1.18
Aportes en Sociedades	140.3	9.33	194.6	9.74
Bonos y Otros Valores				
Mobiliarios	215.4	14.32	661.2	33.09
Otros	877.3*	58.32	774.8*	38.77
TOTAL	1504.2	100.00	1998.4	100.00

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de FEDESARROLLO

¹ Instituto de Fomento Industrial

*\$710 millones en Compañía Colombiana de Alcalis.

Las corporaciones privadas han mantenido más del 50% de su cartera de inversión en promoción de empresas y han ido incrementando su participación en transformación de empresas, como bien les corresponde dentro de sus objetivos. Sin embargo, su participación en empresas financiadas ha venido disminuyendo con el tiempo. Durante el período 1969-1973, las financieras privadas intensificaron su actividad en el área de negociaciones de valores, pero no en un nivel que merezca consideración.

La desproporción entre la actividad crediticia de las corporaciones privadas y sus actividades de inversión se debe a las condiciones imperantes en el mercado de capitales. Los recursos de las corporaciones dedicadas a la inversión deben provenir principalmente de aumentos en su capital, y de reinversión de utilidades retenidas, dada la estructura misma de sus fuentes de financiamiento. Por una parte, las líneas de recursos oficiales están destinadas al crédito, y por otra, sería irracional transferir recursos de corto plazo a actividades de inversión dado el mayor riesgo que conllevan y las deficiencias de liquidez que ello ocasionaría.

En resumen, el papel secundario que ha tenido la inversión dentro de las actividades de las corporaciones privadas se debe a su dificultad de captar fuentes de financiamien-

to adecuadas para promover esta actividad. Debido a las condiciones del mercado de capitales en Colombia, la inversión no ha sido la alternativa más rentable para las corporaciones.

5. Distribución sectorial del crédito y la inversión - Corporaciones financieras

Los cuadros 29 y 30 presentan la distribución sectorial de crédito para las corporaciones financieras privadas y oficiales, según saldos en diciembre de 1969 y 1973 respectivamente. Puede observarse cómo las corporaciones financieras privadas se han dedicado fundamentalmente al crédito para servicio del sector manufacturero. El IFI ha estado más dedicado a la financiación de proyectos de infraestructura, transporte, electricidad y otros que aparecen agregados en dichos cuadros bajo la denominación "otros sectores".

Cuadro 29

DISTRIBUCION PORCENTUAL DE COLOCACIONES POR SECTORES DE ACTIVIDAD ECONOMICA Y POR CORPORACIONES FINANCIERAS¹

Sector	Corporaciones Financieras Privadas	Corporaciones Financieras Oficiales		Total
		IFI	Otras	
Manufacturero	47.45	19.15	1.92	68.52
Minería	1.16	0.92	0.00	2.08
Agropecuario	5.13	1.36	0.76	7.25
Construcción y turismo	0.34	0.00	0.31	0.65
Otros sectores ²	1.25	19.22	1.02	21.50
TOTAL	55.34	40.64	4.02	100.00

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de FEDESARROLLO

¹ Porcentajes calculados sobre acumulados a diciembre de 1969

² Otros incluye transporte, infraestructura, importación de maquinaria, caza y pesca, vivienda de empleados

Nota: Filas y columnas pueden no sumar exactamente debido a aproximaciones.

Cuadro 30

DISTRIBUCION PORCENTUAL DE COLOCACIONES POR SECTORES DE ACTIVIDAD ECONOMICA Y POR CORPORACIONES FINANCIERAS¹

Sector	Corporaciones Financieras Privadas	Corporaciones Financieras Oficiales		Total
		IFI	Otras	
Manufacturero	38.35	13.26	4.09	55.71
Minería	3.69	2.69	0.02	6.40
Agropecuario	2.81	0.94	2.80	6.55
Construcción y turismo	4.75	0.14	1.05	5.94
Otros sectores ²	5.99	17.18	2.22	25.39
TOTAL	55.60	34.22	10.18	100.00

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de FEDESARROLLO

¹ Porcentajes calculados sobre acumulados a diciembre de 1973

² Incluye electricidad, transporte, infraestructura, importación de maquinaria, caza y pesca, vivienda de empleados

Nota: Filas y columnas pueden no sumar exactamente debido a aproximaciones.

El sector manufacturero ha recibido la mayor proporción del crédito total proveniente del conjunto de corporaciones financieras colombianas y "otros sectores" le ha seguido en importancia relativa. La mayor participación en las colocaciones totales de las corporaciones ha correspondido a las financieras privadas.

La concentración del crédito en el sector manufacturero puede haber obedecido a objetivos de la política de orientación selectiva del crédito establecida por la banca central.

En cuanto a la actividad de inversión se refiere, la mayor participación le corresponde al IFI y los dos sectores más favorecidos han sido el manufacturero y "otros sectores" (cuadro 31).

Cuadro 31

DISTRIBUCION PORCENTUAL DE LA INVERSION POR SECTOR DE ACTIVIDAD ECONOMICA Y POR CORPORACIONES FINANCIERAS

Sector	Corporaciones Financieras Privadas	Corporaciones Financieras Oficiales		Total
		IFI	Otras	
Manufacturero	13.60	36.21	0.03	49.85
Minería	1.04	3.89	0.00	4.94
Agropecuario	4.14	2.10	3.88	10.12
Construcción y turismo	1.44	0.00	0.00	1.44
Otros sectores ²	3.13	26.73	3.79	33.65
TOTAL	23.35	68.94	7.67	100.00

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de FEDESARROLLO

¹ Porcentajes calculados sobre acumulados a diciembre de 1973

² Incluye electricidad, transporte, infraestructura, importación de maquinaria, caza y pesca, vivienda de empleados

Nota: Filas y columnas pueden no sumar exactamente debido a aproximaciones.

6. Conclusiones

A diferencia de lo observado en el caso mexicano, la estrategia de las autoridades crediticias colombianas ha tenido como efecto estimular la dependencia de las instituciones de fomento por recursos provenientes de la banca central (fondos financieros, líneas internacionales y del Banco de la República). En este sentido el desempeño de las corporaciones financieras como bancos de desarrollo ha sido más un resultado de la acción de la banca central que de su propia iniciativa. Aunque desde el punto de vista institucional las corporaciones financieras colombianas poseen características propias de los bancos de fomento, su actividad como canalizadores de recursos primarios ha sido secundaria y su papel en la aplicación de recursos para incrementar el capital empresarial ha sido modesto.

Como fuente de recursos de mediano y largo plazo, la banca central ha constituido la principal con que han contado las corporaciones financieras en Colombia. No se prevé que esta situación cambie mientras perdure la política actual de líneas de crédito redescuentables, pues el efecto multiplicador de recursos que ellas generan las hace más atractivas que las fuentes alternativas de fondos. Teniendo en cuenta que los recursos originados en la banca central deben dedicarse al crédito, puede explicarse así que la labor inversionista de las corporaciones financieras haya sido de menor importancia relativa.

La política crediticia de la banca central ha convertido a las financieras privadas en intermediarios secundarios, actuando como agentes de aquélla en el proceso de asignación de recursos. En el próximo capítulo se ilustrará conceptualmente cómo una política crediticia de la banca central similar a la descrita anteriormente puede inhibir el desarrollo de un mercado de capitales eficiente.

La banca comercial en Colombia ha sido inducida por la autoridad monetaria a realizar actividades de banca de fomento, compitiendo con las financieras en la captación de recursos redescuentables.

A través de las corporaciones financieras privadas el sector económico que más impulso ha recibido ha sido el manufacturero, resultado de los objetivos de los fondos financieros y de las líneas internacionales de crédito que constituyen las fuentes principales de recursos de crédito para dichas instituciones.

IV- Consideraciones críticas sobre la política de crédito en Colombia: el papel de los intermediarios financieros

1. Introducción

Los recursos de crédito generados por el Banco de la República, los fondos financieros y las líneas internacionales (controlados por la banca central) constituyen la fuente más importante de crédito institucional a mediano y largo plazo como ya se indicó anteriormente.

En este capítulo se pretende demostrar, por medio de un modelo conceptual, cómo la dependencia de las corporaciones financieras, en su calidad de intermediarios secundarios de dichos recursos de crédito, contribuye a crear condiciones en el mercado institucional de crédito contrarias a las que pueden esperarse en un mercado de capitales desarrollado.

2. Características propias de un mercado de capitales eficiente

En un mercado de capitales desarrollado existe un núcleo de inversionistas, sean familias o instituciones, que tienen como práctica arriesgar su buen juicio y su capital en inversiones con variados horizontes de recuperación de capital. En este mercado las tasas de interés estarán diferenciadas únicamente con respecto al riesgo y al término de la inversión. El mercado fijará las diferencias en tasas de interés para retribuir riesgo y pérdida de liquidez de acuerdo a escenarios futuros compartido en un consenso de opinión, sobre las perspectivas de cada inversión. Claramente este es un modelo simplificado del mercado, pero un modelo en el que se destacan los elementos de que carece actualmente el mercado de capitales en Colombia:

- A.- La estructura de tasas de interés establece diferencias por plazo y riesgo y no por el destino de los fondos.
- B.- Las tasas de interés se fijan por juego de libre mercado.
- C.- Los inversionistas obtienen un reconocimiento (premio) en interés o rentabilidad para compensar el riesgo que ellos asumen.
- D.- Los inversionistas obtienen o conceden un premio en rentabilidad o interés según el plazo, de acuerdo al consenso de opinión sobre el comportamiento futuro de las tasas de interés.
- E.- La información es homogénea en el mercado (no existe información privilegiada).
- F.- No existe segmentación del mercado.

Como se discute a continuación el gobierno ha intervenido en Colombia para impedir el surgimiento de algunas de estas condiciones.

3. Diferenciación en las tasas de interés por riesgo

Las tasas de interés del crédito institucional mantenidas artificialmente a niveles por debajo de equilibrio⁽¹³⁾ y en ocasiones inferiores a la tasa de inflación y la prevalencia de instrumentos de captación de ahorro garantizados por el gobierno a tasas superiores

¹³ H. Gómez Otálora, *op. cit.*

eliminan la relación que debe existir entre la rentabilidad de una inversión y el riesgo que ella implica(14). En Colombia el sector privilegiado con crédito institucional no tiene la necesidad de asumir riesgos adicionales para incrementar la rentabilidad de su capital.

Aunque no existieran privilegios fiscales para papeles del gobierno, la disparidad entre las tasas de interés para crédito institucional y la tasa de inflación, estimulan inversiones de tipo especulativo tales como exceso de inventarios que retribuyen al inversionista en relación a su capacidad de endeudamiento y no a su absorción de riesgo.

El margen financiero que ha existido entre las tasas de interés para créditos institucionales y la tasa de rentabilidad efectiva de los títulos respaldados por el gobierno, ha inducido en el pasado al inversionista a canalizar hacia esos papeles los recursos obtenidos por crédito institucional o recursos propios liberados por la obtención de ese crédito.

Esta situación ha fomentado condiciones aparentemente absurdas pues el organismo que genera recursos a una tasa de interés dada los recaptura a una tasa más alta. Para disminuir ese efecto el mismo organismo incurre en un costo social alto puesto que para impedir el reencauzamiento de recursos hacia su fuente, debe recurrir al uso de sistemas de control que no se requerirían si dicho margen financiero no existiera.

Por otra parte, y en condiciones de inflación acelerada, los recursos no se destinan en su totalidad hacia actividades productivas sino que permiten rentas de origen especulativo que en último término representan una transferencia de riqueza del consumidor hacia los sectores favorecidos con el crédito subsidiado.

Como resultado de este análisis la prevalencia de tasas de interés bajas con respecto a un nivel de equilibrio convierte a los beneficiarios del crédito institucional en intermediarios a quienes se les permite un margen financiero que actúa como multiplicador en la rentabilidad de su capital.

4. *El intermediario financiero y el manejo del riesgo*

Conviene ahora analizar el papel de los intermediarios financieros dentro del esquema que se presenta aquí. Las líneas de crédito para fomento a mediano y largo plazo se canalizan a través de los bancos y corporaciones financieras por medio de una política de redescuento que ha oscilado en el pasado entre el sesenta y cinco y el ciento por ciento y con márgenes para el intermediario fijados de antemano. El intermediario asume el riesgo de la colocación y es responsable por la asignación de recursos. El nivel de riesgo que el intermediario puede asumir está también delimitado por ley(15). Aún así, el intermediario conserva cierta flexibilidad para recomendar la asignación de los recursos del banco central y de los fondos financieros. Como su margen es fijo, el intermediario tendrá que operar sobre el nivel de riesgo de la colocación, y logrará maximizar la rentabilidad de su intermediación asignando recursos en relación inversa al riesgo de los proyectos que solicitan financiación.

Cabe observar que el riesgo para el intermediario no está directamente relacionado con el riesgo inherente en el proyecto sino con las garantías que ofrece la empresa promotora del proyecto. En este sentido, la capacidad de obtener crédito no depende del atractivo financiero o económico de un proyecto sino de la capacidad de garantía que ofrece la entidad que la promueve. Así, para dos proyectos con idénticas perspectivas económicas, sociales y financieras promovidos por entidades ofreciendo niveles diferentes de garantía y en condiciones de racionamiento de recursos, el intermediario asignará recursos al proyecto que para él tiene el menor riesgo. Como las garantías van en relación directa a la riqueza de la entidad promotora, la capacidad de endeudamiento de una empresa será una función creciente de su patrimonio y en consecuencia, su "efecto de palanca" ("leverage") financiero guardará relación directa con el patrimonio.

¹⁴ H. Marcowitz, *Portfolio Selection*. Wiley, 1959.

¹⁵ Los intermediarios deben exigir garantías específicas a los beneficiarios.

La evaluación de las implicaciones sobre distribución de ingresos y concentración de riqueza que esta hipótesis conlleva no entran dentro del objetivo de este trabajo(16); pero sí es de importancia anotar que si la capacidad de endeudamiento a tasas artificialmente bajas es una función del patrimonio de la empresa, entonces se está desestimulando la captación de capital por parte de las mismas empresas, que tienen mayor facilidad para hacerlo en un mercado de capitales donde predomina la preferencia por papeles de renta y no de crecimiento.

Conviene aquí mencionar que si un grupo de empresarios tiene la posibilidad de endeudarse a una tasa de interés inferior a aquella que deben pagar otros grupos con el mismo nivel de endeudamiento, entonces existe una estructura financiera óptima para el grupo privilegiado que seguramente se produce a un nivel alto de endeudamiento(17). Esta proposición se puede explicar fácilmente pues las empresas en el grupo privilegiado pueden obtener una mayor rentabilidad sobre patrimonio para un nivel de endeudamiento dado, que aquellas que tienen que pagar un costo mayor por sus recursos de crédito (a pesar de estar dentro del mismo grupo homogéneo en relación a riesgo financiero). Así pues, puede esperarse que las empresas favorecidas con crédito a tasas artificialmente bajas demuestren relativamente poco entusiasmo en obtener recursos de capital en relación con los recursos de crédito pues para conservar una estructura financiera adecuada, les es necesario captar menos pesos en capital que los que reciben por crédito.

En conclusión, el crédito "barato", sea comercial o de fomento, parece contribuir a que se disminuya para las empresas grandes la necesidad de competir por recursos en un mercado de capital. Por otra parte, la presencia de instrumentos de captación de ahorro con tasas de rendimiento relativamente más atractivas que las que ofrecen las acciones de las compañías, contribuyen a que se encarezca la emisión de acciones como fuente de recursos. La acción combinada de estos dos elementos de distorsión debido a la intervención del gobierno en el mercado ha creado una situación que se puede tipificar así:

- A- No hay incentivos para tomar riesgos en la inversión porque el inversionista se puede desplazar a niveles cada vez más altos de rentabilidad sin necesidad de aceptar riesgos adicionales estando limitado solamente por su capacidad de endeudamiento.
- B- Los intermediarios financieros privados dependen del banco central para cerca del 50% de sus recursos. Debido a la responsabilidad de los intermediarios para con sus accionistas, estos recursos se canalizan hacia las colocaciones que ofrecen el mínimo riesgo para el intermediario. El resultado es una distribución del crédito en relación directa con el patrimonio de los beneficiarios(18).
- C- Para empresas con el mismo nivel de endeudamiento, aquella favorecida con crédito de fomento en mayor proporción que la otra tiene un menor costo de capital. Esto puede provocar un desplazamiento de las grandes empresas hacia niveles de alto endeudamiento descuidando el aspecto de captación de capital.
- D- La competencia del sector gubernamental encarece el costo de la financiación privada por medio de acciones. Como resultado de esta interferencia del gobierno se reforza la dependencia de las empresas por recursos de crédito para sus inversiones.

5. Los intermediarios financieros y la composición a término de los créditos

Los créditos otorgados por los intermediarios privados y redescuentados en un 100% por el FIP, por ejemplo, no tienen ningún efecto en la liquidez del intermediario. Por

¹⁶ Para una discusión preliminar de estos aspectos véase: Miguel Urrutia y Albert Berry, "El sector financiero y la distribución del ingreso", en *Income Distribution in Colombia*. Edición en preparación.

¹⁷ Esto va en aparente contradicción con la proposición 1 de Modigliani y Miller, pero ellos mismos indican esta posibilidad debida a imperfecciones del mercado en su artículo "The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment", *American Economic Review*, Vol. XLVIII, N° 3 (junio, 1958).

¹⁸ Para respaldar este argumento, se puede observar en los cuadros 32, 33 y 34 (que muestran la distribución de los créditos aprobados para líneas del FFI, FIP y Banco Mundial por tamaño de las empresas beneficiadas) que existe una alta concentración del crédito en las empresas más grandes.

otra parte, el deterioro histórico de los márgenes permitidos al intermediario constituye un incentivo para colocarlos en proyectos a más largo plazo. Como puede observarse en el cuadro 35 el margen concedido a los intermediarios ha disminuido gradualmente. El intermediario que quiere protegerse contra la erosión de los márgenes preferirá colocaciones a largo plazo para fondos provenientes de estas líneas.

Cuadro 32

FIP
DISTRIBUCION PORCENTUAL DE LOS CREDITOS APROBADOS POR
ESCALA DE ACTIVOS TOTALES¹

Escala de Activos (\$)	Línea en Pesos % Acumulado	Línea en Dólares % Acumulado
Hasta 3.000.000	6.42	1.26
Hasta 7.000.000	13.04	4.76
Hasta 11.000.000	17.66	7.02
Hasta 15.000.000	20.30	10.96
Hasta 20.000.000	24.41	13.46
Hasta 40.000.000	35.44	26.24
Hasta 60.000.000	42.85	34.53
Hasta 80.000.000	50.06	42.69
Hasta 100.000.000	54.15	45.66
Hasta 300.000.000	74.22	68.53
Hasta 500.000.000	86.05	81.07
Hasta 700.000.000	90.07	91.71
Más y menos de 700.000.000	100.00	100.00
Total	\$ 2.575.016.698	US\$ 40.768.812

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO

¹ Porcentajes sobre el valor total de los créditos aprobados para cada línea, hasta junio 30 de 1974.

Cuadro 33

FFI
DISTRIBUCION PORCENTUAL DE LOS CREDITOS APROBADOS POR
ESCALA DE ACTIVOS TOTALES¹

Escala de Activos (\$)	Línea Ordinaria % Acumulado	Línea Bienes de Capital % Acumulado
Hasta 100.000	0.8	—
Hasta 200.000	2.5	—
Hasta 300.000	4.3	—
Hasta 400.000	6.0	5.5
Hasta 500.000	8.5	5.5
Hasta 1.000.000	18.0	5.5
Hasta 2.000.000	33.5	6.5
Hasta 3.000.000	44.5	11.3
Hasta 4.000.000	55.1	15.2
Hasta 6.000.000	68.0	15.2
Hasta 8.000.000	76.1	15.2
Hasta 10.000.000	81.7	15.2
Hasta 15.000.000	90.9	15.2
Hasta 20.000.000	95.2	16.2
Hasta 25.000.000	97.3	25.2
Hasta 30.000.000	98.9	25.2
Hasta 35.000.000	100.0	41.6
Más y menos de 35.000.000	100.0	100.0
Total (\$ millones)	1.794.2	207.6

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO

¹ Porcentajes sobre el valor total de los créditos aprobados para cada línea, hasta junio 30 de 1974.

Cuadro 34

BANCO MUNDIAL
(Líneas 451-534-625-742-903)¹

DISTRIBUCION PORCENTUAL DE LOS CREDITOS APROBADOS POR
ESCALA DE ACTIVOS TOTALES²

	Escala de Activos (\$)	% Acumulado
Hasta	3.000.000	1.2
Hasta	7.000.000	3.1
Hasta	11.000.000	5.8
Hasta	15.000.000	6.5
Hasta	20.000.000	9.5
Hasta	40.000.000	17.2
Hasta	60.000.000	24.8
Hasta	80.000.000	31.6
Hasta	100.000.000	36.6
Hasta	300.000.000	67.1
Hasta	500.000.000	79.7
Hasta	700.000.000	90.5
Más y menos de	700.000.000	100.0
Total (US\$)		143.814.000

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO

¹ Líneas de corporaciones financieras

² Porcentajes sobre el valor total de los créditos aprobados, hasta junio 30 de 1974.

Cuadro 35

MARGENES PARA INTERMEDIARIOS

Fuente de Fondos	1966	1968	1969	1970	1974
FIP ¹	5%	4%	3.0%	3.0%	3%
Banco Mundial ¹	—	5.5%	3.5%	3.0%	3%

Fuente: Corporación Financiera del Valle, memorando para FEDESARROLLO

¹ Con redescuento del 100%.

El Fondo Financiero Industrial y el Fondo Financiero de Desarrollo Urbano redescuentan el 65% o el 80% de los créditos concedidos por los intermediarios a través de sus líneas. En operaciones de esta naturaleza, el intermediario está comprometiendo recursos propios. Debido a que no existe ninguna diferencia en márgenes por plazo de la colocación, puede esperarse que en la asignación de recursos de estas líneas se dé preferencia a aquellos proyectos con un menor período de recuperación de capital.

El Fondo Financiero Industrial tiene como objetivo atender necesidades de la pequeña y mediana industria y el Fondo de Inversiones Privadas contribuye a la gran empresa nacional(19). De las condiciones de los redescuentos se puede inferir que las líneas del FIP tienen una mayor colocación en proyectos de adquisición de planta y equipo con largos períodos de recuperación, mientras las líneas del FFI se dedican a capital de trabajo y a proyectos con plazos de recuperación de capital que varían entre el corto y mediano plazo. El cuadro 36 ilustra el argumento anterior.

¹⁹ González Miguel Angel, "El crédito de fomento a la industria en Colombia", en *Mercado de Capitales: Ahorro y Crédito*, Banco de la República, 1973.

Cuadro 36

DESTINO DE INVERSIONES¹
Líneas FIP y FFI

	FIP	FFI
Planta y equipo	61.33%	39.1%
Servicios	3.43%	—
Capital de trabajo	17.70%	58.69%
Otros	17.54%	2.21%

Fuente: M. A. González, *op. cit.*, cuadro 10.20

¹ Hasta el 30 de junio de 1973.

Se debe anotar que debido a las políticas de redescuento, las empresas más grandes pueden evolucionar y crecer más rápidamente y con menor esfuerzo que las medianas y pequeñas quienes tienen que utilizar recursos de corto plazo para financiar proyectos de larga recuperación de inversión. No es pues sorprendente que la pequeña y mediana empresa adolezca de una crónica escasez de capital de trabajo.

6. Conclusiones

Se ha tratado de demostrar en las secciones anteriores que la política de redescuento del banco central es un mecanismo de control del gobierno que utiliza actitudes de los intermediarios ante riesgo y diferenciación por plazo para canalizar recursos hacia empresas privilegiadas.

Por un simple proceso de adaptación los actores del mercado financiero se han acostumbrado a reglas de comportamiento con las que obtienen un adecuado desempeño financiero dentro de las condiciones existentes. El inversionista operando en el pseudo-mercado colombiano aspira a maximizar la rentabilidad de su inversión sin incurrir en riesgo adicional alguno. El empresario de la gran empresa trata de maximizar su rentabilidad a través de elevados niveles de endeudamiento inducidos por la política crediticia oficial.

El intermediario financiero hace lo propio mediante una alta sofisticación que le permite controlar variables como riesgo para colocarse a niveles de operación satisfactorios dentro del estrecho margen y la poca flexibilidad que le permiten sus restricciones legales e institucionales.

El gobierno por otra parte mantiene el equilibrio mediante la institución de nuevas tasas de interés diferenciales cada vez que las presiones de uno u otro sector de la economía lo hagan necesario.

Sin embargo, el cuadro presentado hasta ahora no contempla sino un segmento del mercado de capitales. El efecto de un mercado de crédito institucional caracterizado por crédito "barato" y canalizado hacia grupos privilegiados, es el de fomentar el auge de un mercado paralelo (extrabancario).

Las atractivas tasas de captación del mercado extrabancario (...) han (motivado) su ampliación (relativa). (Este fenómeno) disminuye el alcance del control de las autoridades monetarias, encarece el costo del dinero e impide el adecuado encauzamiento de los recursos financieros(20).

El mal funcionamiento del mercado se debe a la rigidez en la determinación de tasas de interés y a la proliferación de controles que provocan una asignación ineficiente de recursos hacia actividades lucrativas y poco productivas(21).

²⁰ Gómez H. y Pardo F., *op. cit.*

²¹ Ortega F. J. Notas sobre políticas recientes en materia de mercado y crédito, *Mercado de Capitales en Colombia, op. cit.*

Las soluciones que han sido propuestas para aliviar la situación presente de represión financiera abogan por una liberación del mercado hacia tasas de interés más uniformes cuya estructura refleje solamente diferencias en el riesgo y en el período de recuperación de capital de los proyectos(22); y por la separación de los mercados de capitales de largo y mediano plazo del mercado de corto plazo(23). Estas soluciones se han propuesto como objetivo a largo plazo pero no contemplan implementación.

V- Recomendaciones

La liberación de las tasas de interés, la abolición gradual del sistema de redescuento, la separación de las autoridades crediticia y monetaria y la eliminación de ventajas para el gobierno en el mercado financiero(24), son recomendaciones que a largo plazo contribuirían a eliminar las distorsiones existentes en el mercado.

En estas condiciones, las corporaciones financieras tendrían que acudir directamente al mercado para captar sus recursos. Estos se asignarían según un concepto de cartera de inversión, diversificándose las operaciones para minimizar riesgo a un nivel de rentabilidad deseada.

El beneficiario del crédito podría encontrar estructuras financieras alternativas que no implicaran la plena utilización de su capacidad de endeudamiento y el inversionista privado (ahorrador) tendría que aprender a absorber riesgo incremental para obtener rendimientos adicionales en su inversión. Se eliminaría también el "margen" financiero que se permite al beneficiario de crédito "barato" y que frecuentemente tiene como consecuencia el compromiso de recursos en actividades no productivas, aunque rentables.

Para el logro de estas metas es necesario que las autoridades monetarias y crediticias fomenten la captación de recursos en el mercado primario por parte de los intermediarios financieros y disminuyan gradualmente la dependencia de estos por recursos de la banca central(25). Se requiere además habilitar al empresario para que opere eficientemente sin necesidad del subsidio implícito en el crédito "barato". Se debe educar al ahorrador para que diversifique su cartera de inversión, incluyendo papeles de menor liquidez que aquéllos con los que actualmente compite el gobierno en el mercado.

En resumen, es necesario educar a todas las entidades participantes en el mercado para evitar comportamientos indeseables y fomentar actitudes más acordes con el desarrollo de un mercado de capitales eficiente en Colombia.

Se propone que este objetivo se logre con la participación activa de la autoridad crediticia. Se recomienda que esta autoridad se organice independientemente de la autoridad monetaria.

La autoridad crediticia tendría inicialmente las características de un banco central de fomento cuyos recursos se canalizarían a través de intermediarios financieros para promover inversiones y para facilitar la captación de aquéllos por parte de las empresas. Para los proyectos que requieran subsidio oficial, la autoridad crediticia podría asignar fondos directamente pues la intermediación secundaria implica costos adicionales que dichos proyectos no deben absorber. Este sería un modelo operativo similar al de la Nacional Financiera de México. Se podría fusionar el IFI y los fondos financieros en una sola entidad que administre todos los recursos disponibles para líneas de redescuento y créditos directos.

²² Hernández Antonio, *Déficit fiscal, política monetaria y distribución de crédito*. Asociación Bancaria, julio de 1974.

²³ Ortega F. J., *op. cit.*

²⁴ Hernández Antonio, *op. cit.*

²⁵ En este estudio no se considera el impacto que la liberación de las tasas de interés tendría sobre el nivel de captación de ahorro. Solamente se trata de sugerir condiciones que permitirían a largo plazo una completa independencia de los intermediarios en la captación de recursos y asignación eficiente de estos.

A corto plazo, se recomienda que la autoridad crediticia examine las siguientes alternativas con el fin de estimular la independencia del sector financiero privado en su labor de captación de recursos.

- 1.- Reducir gradualmente los cupos para redescuento y dedicar los recursos así liberados para suscribir y colocar acciones y bonos de las corporaciones, sin sustentación de su precio en el mercado, pero con el respaldo de la autoridad crediticia. Esta alternativa permitiría acostumbrar al inversionista a negociar papeles de las corporaciones; así mismo, las corporaciones podrían emitir dichos papeles en un mercado donde su precio y rentabilidad esté determinado por las expectativas del inversionista. La reducción gradual de los cupos de redescuento obligaría a los intermediarios a formular estrategias para adquirir su independencia.
- 2.- Durante el período en que continúe la política de redescuento, podría permitírsela a los intermediarios la negación de "paquetes de financiamiento" redescuentables. Estos "paquetes" podrían contener cualquier proporción de aportes directos de capital y crédito a largo plazo. Esta recomendación constituye un incentivo para los intermediarios, quienes podrían liberar fondos mediante la colocación de acciones en adición a los fondos liberados por redescuento. Se considera que esta iniciativa estimularía a los intermediarios a participar en la suscripción de emisiones y a colocar los valores en el mercado. Además se introduciría en el mercado de valores un elemento propiciador de la racionalización de éste.
- 3.- La autoridad crediticia, a través del IFI y las demás corporaciones financieras podría organizar consorcios de inversionistas para proyectos de promoción y transformación de empresas que por su alto riesgo y largo período de recuperación no pueden ser aceptados individualmente por los intermediarios. Esta es una práctica común entre las compañías de seguros y un ejemplo que merece imitación.
- 4.- Permitir la participación de las corporaciones financieras en el mercado de aceptaciones para atraer recursos del mercado extrabancario y disminuir la presión generada por la escasez de capital de trabajo. Esta actividad debiera ser reglamentada muy estrictamente para evitar que las corporaciones financieras se dediquen exclusivamente al mercado de crédito a corto plazo, siguiendo el ejemplo de las financieras en México y Brasil.
- 5.- Mantener un margen de redescuento fijo pero permitir que las corporaciones financieras negocien los términos de sus colocaciones con plena autonomía sobre el interés que cobran, especificando una cuota mínima. Esto contribuiría a proporcionarle mayores ingresos a la autoridad crediticia y a que las corporaciones acostumbren al empresario a absorber mayores cargas por intereses, que reflejen el verdadero costo del dinero.

Se considera que estas políticas estimularían el mercado de valores, disminuirían la brecha de privilegios que existe entre las empresas grandes y las pequeñas y fomentarían la asignación eficiente de recursos.

Parte III

**LA ECONOMIA DEL SEGURO Y EL
MERCADO DE CAPITALES**

Capítulo 7

“LA INFLACION, EL SEGURO Y SUS INVERSIONES DE CAPITAL”

Camilo Pieschacón V.

“Sin una protección de seguro adecuada, no podrá existir verdadera libertad ni tranquilidad”.

Wilhelm von Humboldt

I- Introducción

En una ocasión, el conocido experto monetario austriaco, Ludwig von Mises, expresa ba que “los pueblos se quejan continuamente del flagelo de la inflación, pero apoyan entusiastas políticas económicas que no son realizables sin la inflación”⁽¹⁾. Esta es la realidad que está viviendo el mundo actualmente, porque el fenómeno inflacionista se ha convertido en un problema agudo en casi todas las economías, aunque su intensidad no sea igual en todas ellas. El problema de la inflación se ha tornado tan común y universal que muchos economistas, erróneamente, han llegado a la conclusión de que prácticamente los políticos y responsables de la política monetaria ya no están en capacidad de mantener la estabilidad de la moneda.

Por tal razón, sin entrar en divagaciones ni consideraciones sobre las causas del fenómeno inflacionista en sí, tema de controvertidas discusiones en los foros internacionales, con este trabajo pretendemos analizar los estragos que causa la inflación en la economía del seguro, sector que en términos generales y conforme a la experiencia, suele ser uno de los más afectados por la desvalorización de la moneda, primordialmente cuando ella es secular, paulatina y se convierte, por lo tanto, en un “efecto pernicioso” como la enfermedad en los seres orgánicos.

Por haber sido tratado el tema en otra oportunidad⁽²⁾, este documento se limitará a analizar las secuelas de la inflación en los llamados seguros comerciales o generales, sin entrar en detalles, por lo tanto, en lo pertinente a los seguros de vida y de personas.

¹ Ver: Arps, Ludwig, “Assekuranz und Inflation - Erfahrungen and Erkenntnisse”, en: Zeitschrift für die Gesamte Vericherungswissenschaft, pág. 441, No. 3, Berlin 1971.

² Ver: Pieschacón, Camilo, “La Economía del Seguro en el Proceso de Desarrollo Económico”, págs. 119-240 en: El Mercado de Capitales en Colombia, Bogotá 1971.

II- Repercusiones de la inflación en la economía del seguro

Para poder analizar las repercusiones de la inflación en la economía del seguro resulta indispensable, en primer lugar, efectuar algunas consideraciones sobre las características generales y bases técnicas de este sector.

La economía del seguro es un típico sector de servicios, es decir, se encuentra catalogada dentro del llamado sector terciario, el cual por sus mismas características peculiares tiene dificultades para absorber, mediante aumentos en la productividad, las tendencias alcistas en el nivel general de precios y salarios. En otras palabras, mientras que el sector industrial se ve también afectado por los mecanismos de difusión de la inflación o sea, por las tendencias alcistas en los precios y salarios, pudiendo compensar buena parte de estos efectos negativos mediante aumentos en la productividad e incrementos en los precios, el sector terciario y, por ende, el de los seguros, es afectado por las tendencias inflacionistas en la economía, sin poder aumentar sus precios ni absorber los efectos negativos mediante aumentos substanciales en su productividad.

En efecto, la tendencia general es la de considerar también las primas de seguro como un "precio político", a lo cual se añade la competencia entre las mismas compañías. Mientras que en el sector industrial y en los otros ramos del sector de servicios o terciario, los costos fijos y variables representan una magnitud tangible y concreta, en la economía del seguro la situación es algo más compleja. El principal costo en una prima de seguro lo representa la probabilidad de que ocurra un siniestro; esta probabilidad, incierta al analizarla individualmente, se acerca a la certidumbre, de acuerdo con la ley de los grandes números, a medida que es mayor la cartera expuesta al riesgo. No obstante, en la práctica se presentan desviaciones negativas o positivas en la siniestralidad, las cuales inducen a los aseguradores a no tomar muy en serio el cálculo de probabilidades en el cual están basadas las tarifas y a otorgar concesiones, mediante rebajas antitécnicas, en el precio de su producto, o sea, en las primas de seguros. En resumen, el asegurador no es tan consciente, como su colega industrial, del concepto de costo fijo, carácter que poseen los siniestros e indemnizaciones, porque, a largo plazo, las desviaciones positivas y negativas registradas en la siniestralidad se compensan.

Por otra parte, el costo fijo que representa la frecuencia de siniestralidad no es susceptible, como en los sectores industriales, de una disminución apreciable mediante medidas de racionalización o aumentos de productividad. Al contrario, como veremos más adelante, el progreso tecnológico, la concentración urbana e industrial, el aumento de la capacidad de transporte, el incremento de los valores asegurados, etc., han traído consigo, en todo el mundo, una acumulación de seguros y riesgos que perturban el buen desenvolvimiento de la actividad aseguradora y la exponen, cada vez con mayor frecuencia e intensidad, a las desviaciones negativas por concepto de siniestralidad, al resultar insuficientes las primas de seguros calculadas para un mundo estático y no dinámico.

Como anotábamos anteriormente, la economía del seguro es un típico sector de servicios y como es bien sabido, el crecimiento económico en todo el mundo registra un desplazamiento, por parte de la demanda, del sector primario y secundario hacia el sector terciario.

Naturalmente, esta tendencia tiene sus repercusiones sobre los precios de los productos de consumo y sobre el precio de los factores de producción. El sector terciario es, por definición, trabajo-intensivo y, por consiguiente, salario-intensivo, de tal manera que no posee la misma capacidad, como el sector primario o secundario, de reemplazar la mano de obra por capital.

Esta tendencia engendra, a su vez, el hecho de que los precios de los artículos de consumo, manufacturas y bienes de capital se tornen, relativamente, más baratos, o sea, que su nivel general aumente a un ritmo inferior al del nivel de los precios de los servicios. Esta evolución trae forzosamente consigo un incremento considerable en el nivel general de los salarios. La economía del seguro, como sector trabajo-intensivo, no necesita para su expansión de inversiones en bienes inmovilizados, activos fijos, maquinaria o equipo, sino en capital humano, porque tanto su organización interna o aparato administrativo como su organización externa o equipo de agentes requiere en sumo grado del

elemento humano. Por tal razón, es también más vulnerable que los otros sectores económicos a los estragos de la inflación.

Según estadísticas alemanas, los gastos de la economía del seguro pueden desglosarse en la siguiente forma, de acuerdo con su grado de dependencia de los salarios y precios:

Cuadro 1

DISTRIBUCION DE LOS COSTOS PROMEDIOS DE LAS COMPAÑIAS DE SEGUROS

Costos	Dependientes de salarios	Dependientes de precios	Otros Factores	No sujetos a influencias de aumentos de gastos
Indemnizaciones o siniestros	50%	25-30%	10-20%	8-10%
Costos de administración	60-65%	20%	—	15-20%
Costos totales	52-55%	23-27%	6-12%	10-14%

Fuente: "Influencia de la Inflación sobre el Seguro", publicación de Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft, Munich 1971.

La elevada participación de los costos dependientes de los salarios hace que las compañías de seguros sean más vulnerables a los aumentos en los salarios que otras empresas del sector terciario con una menor participación de este rubro en su composición porcentual de costos.

Naturalmente, este factor no afecta por igual a los diferentes ramos de seguros, habiendo algunos en los cuales el impacto de los salarios o el nivel de precios es más acotado que en otros. Según el estudio citado de la compañía de reaseguros Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft, en el cual se basa este capítulo(3), los costos por concepto de indemnizaciones pagadas en los principales ramos de seguros tienen la siguiente composición porcentual:

Cuadro 2

COMPOSICION PORCENTUAL DE LOS COSTOS CORRESPONDIENTES A LAS INDEMNIZACIONES EN LOS PRINCIPALES RAMOS

Ramo	Por concepto de salarios	Por concepto de nivel de precios	Otros factores
Seguro de Responsabilidad Civil de Automóviles	50%	20%	30%
Seguro Marítimo de Casco	60%	20%	20%
Seguro de Incendio	40%	60%	—
Seguro de Maquinaria	70%	30%	—

En resumen, se puede afirmar que el 50% de las indemnizaciones pagadas por las compañías de seguros generales es dependiente de los costos salariales, el 25% del nivel de precios y el resto de otros factores no ligados estrechamente con las tendencias inflacionistas.

Por su parte, los gastos de administración dependen, en un 44%, de las remuneraciones concedidas a los agentes, en un 35% de los salarios y prestaciones pagadas al personal de la organización interna y solamente en un 21% de los materiales y papelería. Si to-

³ Ver: "Influencia de la Inflación sobre el Seguro", op. cit., págs. 12-20, Munich 1971.

mamos en cuenta que las remuneraciones o comisiones pagadas a los agentes son proporcionales a las primas recaudadas y no están sujetas, por lo tanto, al aumento en el nivel general de precios, llegamos fácilmente a la conclusión de que el 50%, aproximadamente, de los gastos administrativos en una compañía de seguros depende directamente de los sueldos y salarios.

Igualmente, debemos tener en cuenta que el valor de una indemnización de un seguro está afectada por el nivel general de salarios y precios en el momento de la reconstitución o indemnización del bien asegurado y no en el momento o en la fecha en que se ha presentado el siniestro, de tal manera que este factor afecta negativamente, en épocas de inflación, a las compañías de seguros.

Por su misma esencia y por motivos técnicos, la reconstitución o reparación de las propiedades afectadas por la ocurrencia del riesgo sufren cierta dilación y, así, por ejemplo, según la experiencia en la República Federal de Alemania, el desembolso de las sumas por este concepto llega apenas, en el primer año, a un 48% en el seguro de responsabilidad civil de automóviles, a un 50% en el seguro de transporte de mercancías, a un 52% en el seguro de incendio y a un 40% en el seguro de lucro cesante, distribuyéndose los porcentajes restantes durante los años subsiguientes(4).

Gráfico 1 - Seguro de Incendio - Evolución de la prima promedio, del coeficiente de siniestralidad y del costo de la construcción en Alemania Occidental.

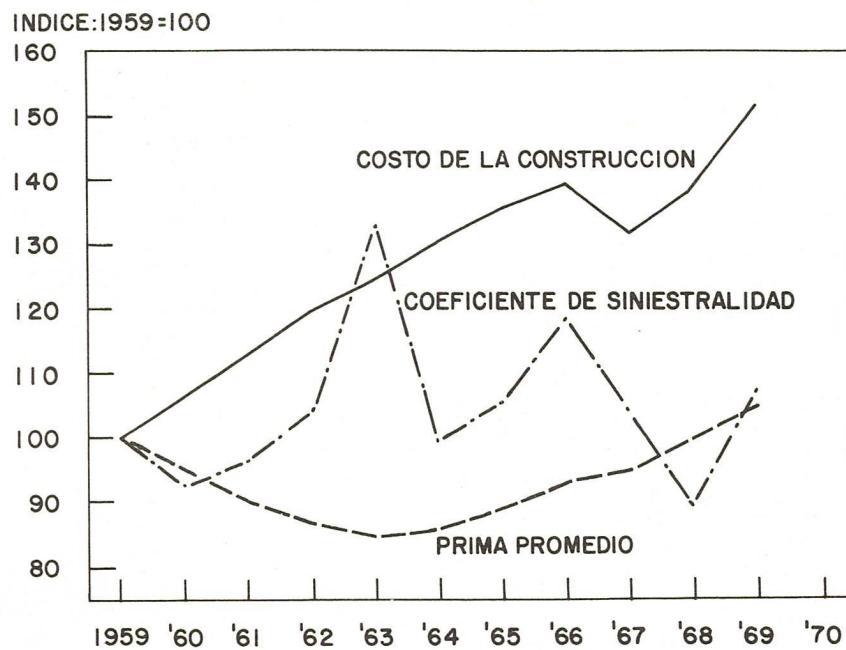


Gráfico tomado de "La influencia de la inflación sobre el seguro" publicación de la Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft, Múnich 1971.

⁴ Ver: "La Influencia de la Inflación sobre el seguro", *op. cit.* Pág. 16-18.

Gráfico 2 - Seguro de transporte marítimo. Evolución de la prima promedio, del coeficiente de siniestralidad y del costo de reparación en astilleros en Alemania Occidental.

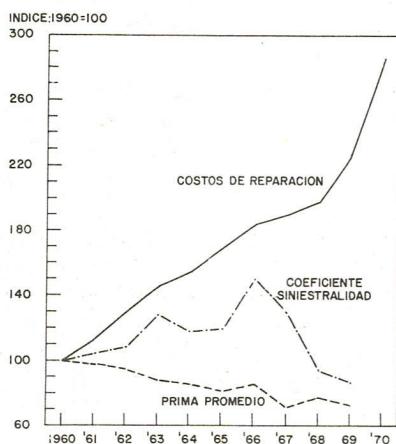


Gráfico tomado de "La influencia de la inflación sobre el seguro" publicación de la Municher Rückversicherungs-Gesellschaft, Munich 1971.

Gráfico 3 - Seguro de responsabilidad civil de automóviles - Evolución de la frecuencia de siniestralidad, de la indemnización promedio y de los salarios y sueldos en Alemania Occidental.

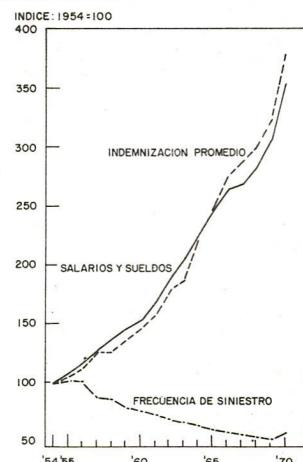


Gráfico tomado de "La influencia de la inflación sobre el seguro" publicación de la Municher Rückversicherungs-Gesellschaft, Munich 1971.

Gráfico 4.- Seguro de responsabilidad civil - Evolución de la siniestralidad, de la indemnización promedio y de los salarios y sueldos en Alemania Occidental.

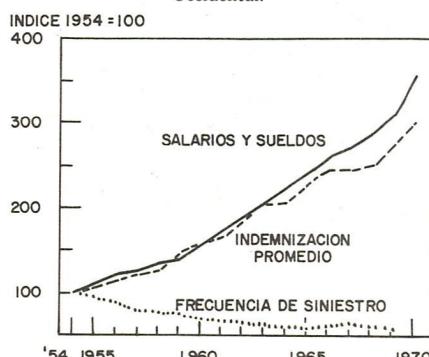


Gráfico tomado de "La influencia de la inflación sobre el seguro" publicación de la Municher Rückversicherungs-Gesellschaft, Munich 1971.

Gráfico 5 - Seguro de incendio de edificios - Evolución de la frecuencia de siniestro, la indemnización promedio, las sumas aseguradas y los salarios y sueldos en Alemania Occidental.

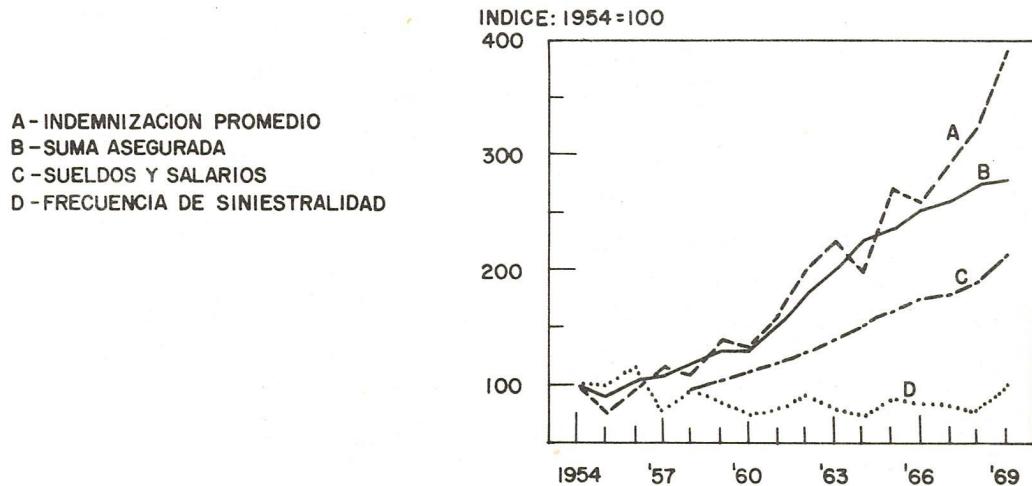
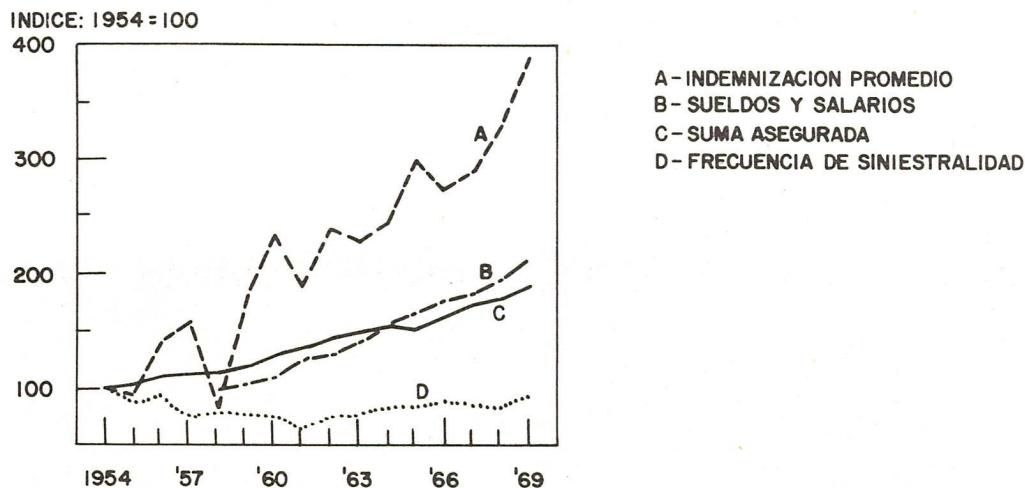


Gráfico 6 - Seguro de incendio comercial - Evolución de la frecuencia de siniestro, de la indemnización promedio, las sumas aseguradas y los salarios y sueldos en Alemania Occidental.



Gráficos tomados de "La influencia de la inflación sobre el seguro" publicación de la Munchener Rückversicherungs-Gesellschaft, Munich 1971.

Gráfico 7.- Evolución esquemática del seguro de maquinaria en Alemania Occidental.

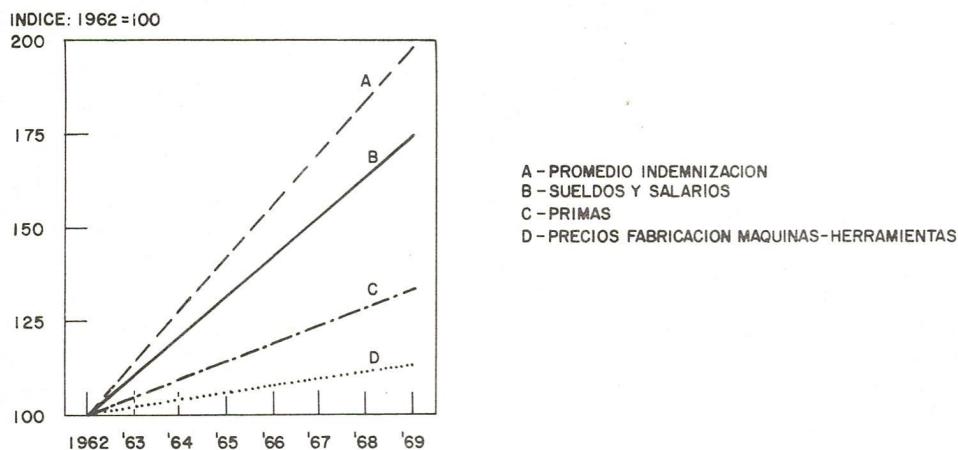


Gráfico 8.- Evolución en Estados Unidos de los precios de los automóviles y de los costos de reparación.

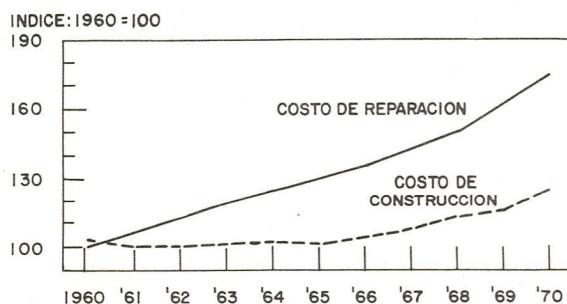
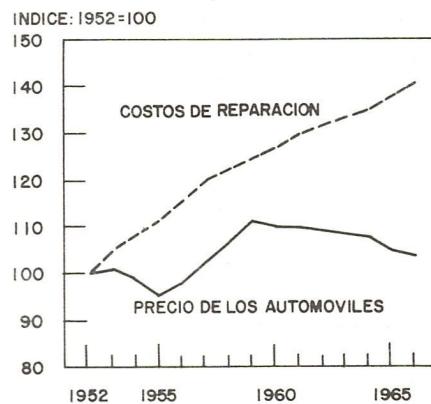


Gráfico 9.- Evolución en Gran Bretaña de los precios de construcción naval y de los costos de reparación en astilleros.

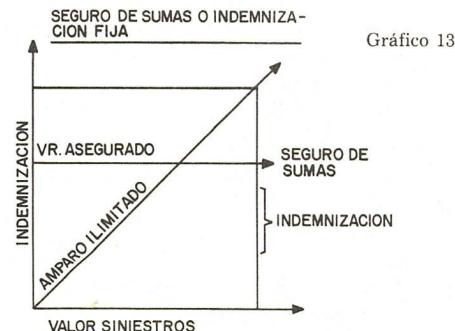
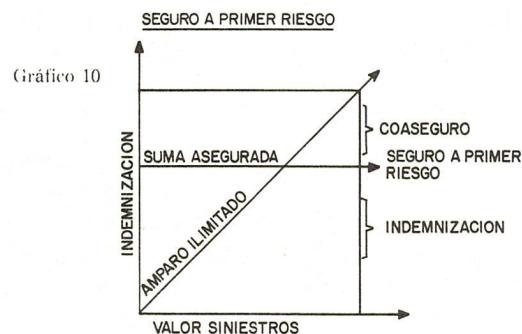
Gráficos tomados de "La influencia de la inflación sobre el seguro" publicación de la Munchener Rückversicherungs-Gesellschaft, Múnich 1971.

En los gráficos 1 a 9 se puede apreciar claramente, según la experiencia alemana, la repercusión de la inflación en los costos de las indemnizaciones pagadas por las compañías de seguros. En el gráfico 1, por ejemplo, se ve claramente que el índice del costo de la construcción ha aumentado en forma más célebre que el índice de la prima promedio recaudada y que el índice promedio de siniestralidad. Similar situación se registra en el gráfico 2, en el cual se transcribe el índice de costo de reparación en astilleros navales y el índice de la prima promedio en este ramo.

La misma tendencia se observa claramente en los gráficos siguientes, los cuales reproducen los índices respectivos para los diferentes costos de reparación y ramos de seguros.

La inflación no solamente repercuta en forma desfavorable sobre las compañías de seguros en sí, sino también tiene sus secuelas negativas para los asegurados. Para comprender este hecho es necesario profundizar algo en la técnica del seguro y, más aún, en los diferentes contratos y amparos, especialmente en la llamada "intensidad del seguro".

Lo ideal en un contrato de seguro sería que cualquier pérdida sufrida por el asegurado fuese indemnizada en su totalidad por la compañía de seguros, o sea, que la intensidad del seguro fuese igual a la unidad. Ello traería, como lógica consecuencia, la no existencia de una suma asegurada y, por lo tanto, la responsabilidad de las compañías de seguros sería ilimitada al verse obligadas a pagar cualquier indemnización sin limitación de cuantía. Es lógico que este caso ideal no sea viable en la práctica, porque por motivos técnicos resulta imposible calcular tarifas racionales para esta clase de amparos.

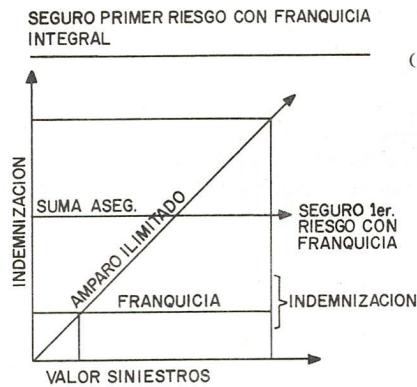


Fuente: Ver nota (1) del texto.

Gráfico 14



Gráfico 15



Fuente: Ver nota (1), del texto.

Según puede apreciarse en los gráficos 10 a 15, en estos casos el valor de la indemnización o pago por parte de las aseguradoras sería igual al valor del siniestro en sí, lo cual puede representarse mediante una línea equidistante. Esta clase de seguro es conocida como “amparo ilimitado” y solamente tiene una importancia teórica, porque en la práctica, de acuerdo con lo expuesto anteriormente, estos amparos son ofrecidos rarísimas veces por parte de las compañías de seguros, como es el caso de la responsabilidad civil ilimitada en el seguro francés de automóviles, ramo en el cual se han registrado experiencias muy desfavorables.

En la técnica actuarial y de seguro se han desarrollado con el devenir de los años, diferentes modalidades de seguro en lo que atañe a la intensidad de protección y las cuales analizaremos brevemente para poder detectar los efectos negativos de la inflación, tanto para los asegurados como para las aseguradoras(5).

1. Seguro a primer riesgo

La modalidad de seguro que más se acerca al seguro de valor ilimitado es el llamado “a primer riesgo”, utilizado en muchos ramos de seguros. Su diferencia respecto al amparo ilimitado radica en el hecho de establecerse un tope máximo o suma asegurada para limitar la cuantía de la indemnización de las compañías de seguros. En otras palabras, los siniestros son indemnizados por su valor total, siempre y cuando que éste no sobrepase la suma asegurada. En estos casos, la responsabilidad de la compañía llega hasta el pago de la suma asegurada; en otras palabras, el seguro a primer riesgo, tiene una intensidad igual a 1 siempre y cuando que el siniestro no sea superior a la suma asegurada. En caso de que el valor del siniestro sea igual o superior a ella, la intensidad del seguro va disminuyendo y es inferior a 1. Este seguro es empleado, especialmente, en los ramos de responsabilidad civil de automóviles y extracontractual, así como en los amparos de gastos médicos concedidos a través de las pólizas de accidentes personales.

Indudablemente, en épocas de inflación, esta modalidad de seguro representa un fuerte lastre para las compañías de seguros, porque las presiones alcistas tienden a incrementar el nivel de precios y salarios, de tal manera que casi todos los siniestros llegan a copar la respectiva suma asegurada, pese a que, en el cálculo de la prima, se haya partido de la base de que sólo un porcentaje de ellos es indemnizado en su totalidad.

En el gráfico 10 se representa esquemáticamente la intensidad de seguro en los amparos a primer riesgo.

⁵ Ver: Gürtsler, Max, “Die Kalkulation der Versicherungsbetriebe”, Versicherungs-wissenschaftliche Veröffentlichungen, págs. 7-19, Berlín 1958.

Naturalmente, dado el caso de que la suma asegurada en el amparo a primer riesgo haya sido fijada en un momento muy superior a la máxima pérdida probable, esta clase de amparo se convierte automáticamente en un seguro ilimitado.

2. Seguro de valor total

En el gráfico 11 se presenta esquemáticamente, el llamado seguro de valor total, el cual es muy utilizado en los llamados seguros patrimoniales. La experiencia internacional ha demostrado, para evitar abusos contra las compañías de seguros, que es conveniente la participación de los asegurados, hasta un porcentaje determinado, en los respectivos siniestros, o sea, que asuman un autoseguro o coaseguro. Generalmente esta modalidad prevé, en cada siniestro, un porcentaje determinado como participación de los asegurados en los siniestros, de tal manera que el valor de la indemnización es proporcional, hasta llegar al nivel de la suma asegurada, a la indemnización que otorgaría un amparo ilimitado, porque al igual que en el seguro a primer riesgo, en este amparo se fija también una suma asegurada, cuya función es, sin embargo, algo diferente. En efecto, la suma asegurada cumple la función de establecer la indemnización máxima y, además, sirve para determinar, a priori, la intensidad del seguro en función del valor de la propiedad asegurada.

Prescindiendo del caso de supraseguro, la intensidad del seguro en este caso es la siguiente:

$$\text{Indemnización} = \text{Valor siniestro.} \quad \frac{\text{Suma asegurada}}{\text{Valor asegurado}}$$

La relación entre suma asegurada y valor asegurado representa, pues, la intensidad del seguro o protección. En caso de que el asegurado elija una suma asegurada inferior al valor de su propiedad, los siniestros o indemnizaciones son pagados proporcionalmente a la relación existente entre las dos magnitudes. Es obvio que el proceso inflacionista, si no existe una cláusula de reajuste automático, traiga consigo una disminución paulatina de la intensidad de protección, porque la suma asegurada permanecerá constante, mientras que el valor asegurado aumentará continuamente.

Debido a que la prima es proporcional a la suma asegurada, lo cual no sucede con los seguros a primer riesgo, el asegurado puede economizar primas, pero a costa de su protección.

3. Seguro parcial

En el gráfico 12 presentamos el caso del llamado seguro parcial. En esta combinación, el asegurado asume un coaseguro o autoseguro fijado en un determinado porcentaje y la indemnización máxima es limitada mediante una suma asegurada. El resultado práctico es igual que el caso de un seguro a primer riesgo con un coaseguro o autoseguro proporcional por parte del asegurado.

La modalidad del seguro parcial es utilizada, así mismo, en los llamados seguros patrimoniales; ella se diferencia del seguro de valor total en que, prácticamente, subsisten dos sumas aseguradas, una de ellas denominada valor declarado. La suma asegurada cumple la función de limitar el valor máximo de la indemnización, mientras que el valor declarado sirve para fijar la intensidad de seguro. En consecuencia, el valor de la indemnización es fijado de acuerdo con la siguiente relación:

$$\text{Indemnización} = \text{Valor siniestro.} \quad \frac{\text{Valor declarado}}{\text{Valor asegurado}}$$

Es lógico que si el valor declarado es inferior al valor asegurado se presente el caso de infraseguro, o sea, de una intensidad de protección inferior a la unidad; en caso contrario, se presenta el fenómeno del supraseguro.

En esta modalidad, la inflación repercute desfavorablemente también al disminuir sensiblemente la intensidad de seguro.

4. Seguro de sumas o de indemnización fija

Esta combinación, representada gráficamente en el gráfico 13, significa una construcción completamente diferente a las anteriores, porque en ella el valor del siniestro no tiene influjo alguno sobre el de la indemnización. En este caso, la suma asegurada siempre coincide con el valor de la indemnización, aunque el siniestro sea de mayor o menor cuantía. Por consiguiente, en el seguro de indemnización fija la intensidad de protección es variable y ella es tanto menor cuanto mayor sea el siniestro.

De aquí se desprende cierta similitud entre esta modalidad y la del seguro a primer riesgo.

5. Seguros con franquicias

Finalmente, en los gráficos 14 y 15 presentamos, en forma esquemática, el *modus operandi* de las llamadas franquicias. En el primer caso se trata de un seguro de valor total con franquicia deducible, en el cual el asegurado debe asumir siempre, como coaseguro o autoseguro, el valor de la franquicia que deduce la aseguradora de la respectiva indemnización. En este caso, la intensidad de protección es más baja que en el seguro de valor total y las presiones inflacionistas repercuten desfavorablemente contra la aseguradora.

En el segundo ejemplo, el del gráfico 15, se trata de un seguro a primer riesgo con franquicia integral. En esta combinación, cuando el valor del siniestro es superior al de la franquicia, la indemnización no toma en cuenta ésta, o sea, cesa el autoseguro o coaseguro por parte del asegurado; aquí la inflación repercutе desfavorablemente contra la compañía de seguros al hacer inoperante el sistema de franquicia, sobre el cual está basado el cálculo de la prima.

De estas consideraciones técnicas sobre el seguro se deduce, primordialmente, que la economía del seguro como sector terciario altamente trabajo-intensivo y salario-intensivo, es afectada negativamente por la alteración en el nivel general de precios y salarios, sin poder absorber, mediante medidas de racionalización y aumento de la productividad, las tendencias inflacionistas, las cuales repercuten no sólo en sus gastos internos o de administración, sino también en los costos fijos que representan las indemnizaciones pagadas.

Igualmente, las presiones inflacionistas tienden, bajo el punto de vista de los asegurados, a que se presente con frecuencia el fenómeno del infraseguro en los diferentes amparos, o sea, a que el valor efectivo de las indemnizaciones de seguro sea bastante inferior al de las pérdidas reales incurridas a raíz de los siniestros, es decir, a que la intensidad de protección, a través de la industria del seguro, se merme paulatinamente, en detrimento de la función macroeconómica y microeconómica de conservar los activos productivos de un sistema económico.

Como veremos más adelante, la combinación de inflación y mutaciones estructurales, inducidas por el progreso tecnológico, las innovaciones y la concentración industrial y urbana conducen a acentuar aún más este fenómeno y a producir desequilibrios financieros en la actividad aseguradora de cualquier país.

La economía del seguro no está en capacidad de influir sobre el proceso inflacionista, ni tampoco puede eludir sus repercusiones. Los productores de bienes pueden retornar, aunque con serias fricciones, a una economía natural o de trueque para minimizar los efectos negativos de la inflación. No obstante, el seguro necesita del dinero como transformador, tanto para percibir sus ingresos por concepto de primas como para reconocer el pago de las respectivas indemnizaciones, de tal modo que le es imposible tratar de evadir las secuelas de la inflación mediante la aplicación de los principios primitivos de la economía natural o de trueque. El está condenado, pues, a la pasividad frente a la desvalorización monetaria y a los desequilibrios que ella engendra en su estructura de ingresos-egresos.

Esta situación conduce a la convicción de que es necesario adoptar cláusulas de reajuste en este sector, tal como se han introducido en algunos países y se contemplan seriamente en otros(6).

III- Repercusiones en las mutaciones estructurales en la economía del seguro

Fuera de los peligros estructurales, es decir, que forman parte integrante de nuestra existencia y de nuestro ser, nos encontramos a diario frente a una serie de peligros culturales y de la civilización creados por el mismo hombre, cuando éste ha intervenido en el orden constitutivo de las fuerzas polares, con el convencimiento y la intención de poder encaminar en una forma más adecuada su destino. Muchos de los peligros que se nos presentan a diario constituyen simplemente el resultado de una degeneración de nuestra vida, creada consciente o inconscientemente por el hombre al perturbar la armonía vital y natural. Esta perturbación del orden pre establecido se efectúa, en la mayoría de los casos, en aras de la civilización y la cultura. Sin querer negar las ventajas que nos han traído consigo los inventos y el desarrollo de las técnicas, no podemos pasar por alto el número creciente de nuevos peligros, a los cuales tenemos que hacerles frente y los cuales amenazan al hombre, a sus organizaciones económicas y sociales y a sus proyecciones futuras. La concentración humana en las urbes ha introducido, por ejemplo, un nuevo estilo de alimentación con base en los hidratos de carbono (albúminas), lo cual ha ocasionado, a su vez, enfermedades por deficiencia nutritiva, avitaminosis, escorbuto, reumatismo, etc. El empleo de antibióticos destruye no solamente a los gérmenes patógenos, sino también a las bacterias vitales (flora intestinal), ocasionando en esta forma perturbaciones en el aparato digestivo. La silicosis y la enfermedad de los *managers* (afecciones cardíacas) son un producto de nuestra civilización y técnica, así como las explosiones, accidentes de tráfico, incendios, daños por la radioactividad, etc.

Los peligros inherentes a nuestra existencia permanecen inalterables, aunque la forma de presentarse haya sufrido transformaciones.



Gráfico 16

Gráfico tomado de "La influencia de la inflación sobre el seguro" publicación de la Munchener Rückversicherungs-Gesellschaft, Múnich 1971.

⁶ Sobre las modalidades y experiencias en otros países ver: Association Internationale du Droit de L'Assurance (ed.) "L'Assurance et les variations monétaires". París 1970.

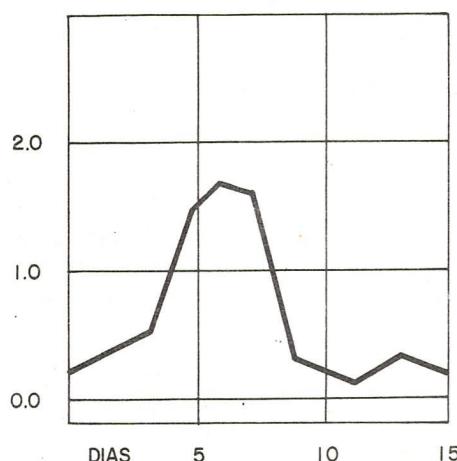
CONCENTRACION DE HUMO MG/M³

Gráfico 17

CONCENTRACION DIOXIDO DE AZUFRE PPM.

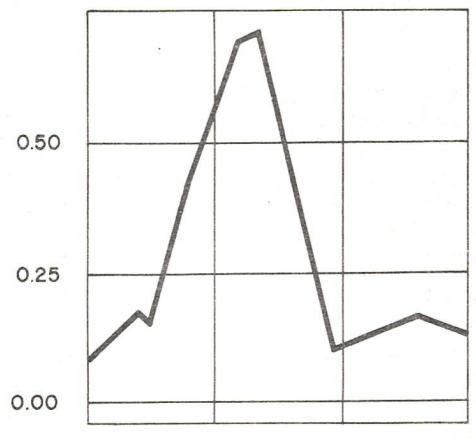


Gráfico 18

Fuente: "Die Bedeutung der Umweltverschmutzung fur die Versicherung", pág. 31, publicación de la Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft, München.

Como puede apreciarse en los gráficos 16 a 18, durante la "inversión atmosférica" registrada en Londres en el mes de diciembre de 1952, la cual tuvo una semana de duración y fue ocasionada primordialmente por el llamado fenómeno de *smog*, el número de fallecimientos en dicha ciudad aumentó considerablemente al pasar de 250 a más de 800 diarios. Los mencionados gráficos reproducen claramente la correlación registrada entre la contaminación atmosférica y el incremento de la mortalidad; la contaminación atmosférica se debió a una mayor cantidad de dióxido de azufre y humo en el aire.

Experiencias similares se repitieron más tarde en otras ciudades de países industriales, en donde se detectó una clara correlación entre la contaminación ambiental y el incremento de las cifras de mortalidad. Especial mención merecen las "inversiones atmosféricas", en el año de 1962, registradas en la cuenca alemana del Ruhr y en la ciudad de New York.

Según las investigaciones médico-estadísticas más recientes, de cada cuatro casos de enfermedad, uno, o sea, el 25%, debe su causa a la contaminación del aire o del agua, especialmente en lo que atañe a los casos de invalidez temporal.

El llamado progreso tecnológico ha traído consigo un proceso de acumulación de grandes riesgos, tanto en el sector industrial como en el de los transportes. Mientras que en el año de 1938, por ejemplo, en el seguro de incendio la pérdida máxima probable para una aseguradora llegaba apenas a la cifra de \$100 millones, en el año de 1967 dicha pérdida ascendía a \$5.000 millones. En el seguro de aviación, a su vez, mientras que la acumulación por avión, tomando en cuenta los amparos de casco, responsabilidad civil, accidentes personales, seguro de vida y responsabilidad de productos ascendía para el Piper RA 32 a US\$2.63 millones, en un avión Falcón 20 dicha suma se eleva a US\$21.3 millones, en un Boeing 707 a US\$158.5 millones y en un Boeing 747 a US\$298.0 millones.

Las reacciones en cadena que pueda ocasionar una catástrofe son evidentes según el siguiente hecho real que ocurrió en el mes de abril de 1947 en Texas City; al presentarse un incendio en un barco cargado de abonos químicos. El servicio de bomberos voluntarios de una fábrica aledaña al puerto recurrió a prestar su ayuda al barco, el cual, sin embargo, explotó y ocasionó la explosión de dos barcos vecinos. A causa de la presión originada por la explosión, sufrieron avería los sistemas de control térmico y de presión en una fábrica de productos químicos situada en las cercanías, lo cual ocasionó que esta explotase. Un avión que sobrevolaba la región cayó a tierra a causa del impacto recibido.

por un pedazo de hierro lanzado al aire por esta última explosión y, en total, la catástrofe significó la muerte de 552 personas y averías en más de 15.000 vehículos automotores, no pudiendo estimarse exactamente el valor total de los daños materiales y personales.

Esta tendencia es representativa para todas las actividades humanas y, por consiguiente, para todos los ramos de seguro. Según la relación anual de la Compañía Suiza de Reaseguros, las catástrofes naturales y los accidentes de gran envergadura registrados en el mundo a partir del año de 1970, han arrojado los siguientes saldos en perdidas materiales y vidas humanas:

Año	No. de Muertos	Daños materiales (Mill. francos suizos)	Número de Damnificados
1970	509.056	22.540.3	85.000
1971	19.115	2.004.6	125.000
1972	22.803	4.083.0	365.000
1973	8.875	3.810.8	1.383.000 ¹

Aun cuando se trata de datos estadísticos muchas veces estimados y los cuales no abarcan todos los accidentes ocurridos en el mundo, dichas cifras son muy significativas y dan una clara idea hasta qué punto han llegado los procesos de concentración industrial y de acumulación en los medios de transporte masivo.

Así mismo, estas estadísticas nos indican con claridad las fuertes fluctuaciones a que está sujeta la industria del seguro, justificando plenamente la necesidad de que las instituciones aseguradoras constituyan reservas catastróficas de sus utilidades líquidas, deducibles del impuesto de la renta, tal como se acostumbra en casi todos los países industriales. La técnica del seguro, o sea, la metodología usada para la determinación del costo o prima de seguro se basa, en realidad, en un concepto estático, al extrapolar hacia el futuro las experiencias registradas en el pasado y suponer, apriorísticamente, que ellas se repetirán en el futuro. En otras palabras, la técnica del seguro está basada en la hipótesis de que la frecuencia de siniestralidad en el futuro será igual a la del pasado, pero como vimos anteriormente con los ejemplos numéricos, esta hipótesis es irreal y corresponde a un mundo estático pero no a uno dinámico en el cual lo único constante es el cambio.

Si recurrimos a las proyecciones de los futurólogos llegamos fácilmente a la conclusión de que este proceso de concentración, de acumulación en los riesgos proseguirá en el futuro. Según estos planteamientos, en el año 2.000, por ejemplo, existirán bancos de órganos y de cadáveres, la bioquímica habrá logrado sacar "fotocopias" de nosotros mismos, es decir, una persona podrá tener el número de dobles que ella deseé, mediante la llamada técnica del *cloning*. La capacidad de transporte terrestre y aéreo se habrá incrementado considerablemente y, por consiguiente, la concentración de riesgos. La movilidad humana habrá registrado también un incremento considerable y no será raro que las personas trabajen a una distancia de 800 a más kilómetros de su vivienda. La contaminación ambiental se habrá incrementado también y las compañías de seguros tendrán que indemnizar las pérdidas ocasionadas por los efectos de drogas, venenos, energía atómica, errores en los procesos de producción.

El proceso de movilidad geográfica se acentuará también en el futuro, de tal manera que los desplazamientos masivos de bienes y personas traerán consigo riesgos adicionales de gran magnitud. La réplica moderna a la "invasión de los bárbaros" la constituye el movimiento migratorio temporal o "invasión de los turistas". Todos estos fenómenos sociales y económicos implican la generación e incremento de los riesgos que debe cubrir y compensar racional y financieramente la economía del seguro.

¹ Ver: SIGMA, Nos. 1/1971, 1/1972, 1/1973 y 1/1974, publicación mensual de la Compañía Suiza de Reaseguros, Zurich.

Nuevos productos de consumo, duraderos o semiduraderos, aparecerán en los mercados, así como nuevas materias primas y productos farmacológicos, cuyas repercusiones negativas sobre el organismo humano son detectadas mucho más tarde, cuando ya el seguro ha comenzado a sufrir sus impactos desfavorables, por estar sentada sus bases en el criterio de riesgos y peligros estáticos. El riesgo ha adquirido también un carácter dinámico, cuyas consecuencias lógicas y obvias deben ser tomadas en cuenta por aseguradores e instancias gubernamentales. La inflación, es por naturaleza, un riesgo o factor dinámico por una industria de servicios y la única forma de contrarrestarla es la de una política gubernamental de seguros dinámica, la cual comprende, forzosamente, un régimen de inversiones dinámico para las compañías de seguros.

En resumen, el progreso tecnológico traerá para la humanidad y el seguro, nuevos peligros y riesgos, siendo la economía del seguro la llamada a satisfacer las necesidades de seguridad y compensar las pérdidas por ellos ocasionadas porque esta tendencia engendra en los sujetos económicos una mayor acentuación de la llamada "aversión por el riesgo", tratando, por consiguiente, de traspasar los crecientes riesgos a las compañías de seguros, mediante la contratación de diferentes pólizas y amparos.

El progreso tecnológico ha inducido simultáneamente, el hecho de que los daños que pueda ocasionar una persona sean de una magnitud superior a los que ella hubiese podido ocasionar en épocas pasadas, factor relevante, por ejemplo, en el seguro de responsabilidad civil extracontractual. En efecto, los daños materiales y corporales que pueden originar un avión a retrópulsión o un buque cisterna, para solo mencionar dos ejemplos, son muy superiores a los que antiguamente podía ocasionar el cochero de un carroaje de caballos. Además, mientras que la "capacidad" de una persona para ocasionar daños se ha incrementado considerablemente, la relación entre el valor del presunto daño y su patrimonio personal se ha disminuido apreciablemente, de tal manera que esta brecha en la cobertura es trasladada, directa o indirectamente, a las compañías de seguros.

En otras palabras, las responsabilidades asumidas por las aseguradoras han crecido a una tasa muy superior de lo que han crecido las primas de seguro y sus respectivas reservas técnicas.

Precisamente, las bases estáticas empleadas por las compañías de seguros para determinar el precio de su producto, o sea, la prima de seguro, no toman en cuenta estas mutaciones estructurales y dinámicas que registra y registrará nuestro mundo en todos los aspectos de la actividad económica y social. A ello se debe que, también en Colombia, la economía de seguro experimente una situación desfavorable desde todo punto de vista, la cual se agrava aún más si se toman en cuenta las medidas y normas gubernamentales, especialmente, las referentes al régimen de inversiones y los aspectos tributarios, a que están sujetas las compañías de seguros.

Una compañía de seguros asume, en realidad, tres riesgos diferentes, a saber: el riesgo aleatorio, o sea, la compensación e indemnización de los siniestros ocurridos en los diferentes ramos.

En segundo lugar, las compañías de seguros asumen por cuenta y riesgo propio el peligro o riesgo de equivocación, es decir, de haber tomado para el cálculo de las primas bases inexactas o equívocas; en otras palabras, el riesgo de equivocarse en la apreciación o estimación respecto a la frecuencia y cuantía de los riesgos, peligro que se acentúa cada vez más por el fenómeno inflacionista y las transformaciones estructurales en nuestro sistema productivo.

Para este riesgo, prácticamente, no existe prima de seguros específica, como tampoco está técnicamente contemplada en el caso del riesgo de mutación, o sea, de que factores exógenos o endógenos modifiquen substancialmente la probabilidad, aumentándola, de que se presenten determinados eventos y pérdidas materiales y personales.

Debemos indicar, además, el riesgo de acumulación y concentración ya mencionado anteriormente, así como el riesgo de propagación, inherente al anterior, o sea, el peligro de que un siniestro se propague a las propiedades vecinas y cause daños mayores.

Las presiones inflacionistas y las estimaciones futuristas, aunque no siempre cuantificables, representarán, como ya vimos, un factor perturbante en la actividad aseguradora de cualquier país.

Aunque las aseguradoras pueden ser consideradas como profesionales del futuro, en el sentido de que brindan el mecanismo financiero adecuado para que los sujetos económicos, ya sean personas naturales o jurídicas, prevean el futuro y las repercusiones negativas que entraña el peligro, ellas mismas se encuentran en Colombia ante un "problema de futuro".

La única forma racional de hacerle frente a estas eventualidades radica en permitirles a las aseguradoras una política flexible y rentable en sus inversiones de capital, así como la constitución de reservas especiales sobre las cuales queremos presentar a continuación algunas consideraciones.

Como es bien sabido, técnicamente la actividad aseguradora descansa en la ley de los grandes números. La teoría moderna sobre el riesgo colectivo, desarrollada especialmente por actuarios y matemáticos suecos en la postguerra, ha demostrado claramente la necesidad de evitar que en las compañías de seguros se haga efectiva, por las desviaciones negativas mencionadas, la probabilidad de ruina.

El antiguo presidente de la Asociación Alemana de Compañías de Seguros, Profesor Frey, resaltó muy acertadamente la problemática inherente a la actividad aseguradora con las siguientes palabras(7): "El número de las observaciones estadísticas debería ser infinitamente grande, de acuerdo con las matemáticas, para que él pueda cumplir la función de garantizar una base sólida en el cálculo de las primas de seguros. Debido a que nuestra vida tiene un corto carácter y a que los períodos económicos representan también intervalos temporales de una duración ínfima respecto al infinito, debemos contentarnos con observaciones parciales de la realidad y con estimaciones inseguras, las cuales hacen inexacto el cálculo de las primas de seguros. No estamos en capacidad de prever todos los acontecimientos y eventos posibles, ni las mutaciones estructurales, las cuales modifigan substancialmente las bases técnicas y condiciones en que descansa la técnica del seguro; la extrapolación de la experiencia pasada hacia el futuro parte de la premisa, cada día más irreal, de que el futuro será igual al pasado. Finalmente, la recolección estadística de datos acusa serias deficiencias, lo cual no permite nunca una determinación exacta, *a priori*, de las primas de seguros. Conforme a estas palabras y las tendencias descritas en párrafos anteriores sobre los efectos de la inflación en los seguros, así como las transformaciones y cambios estructurales en los riesgos, la solución práctica empleada en muchos países para hacerle frente a dichas contingencias radica en la llamada "Reserva para fluctuaciones de siniestralidad", "Reserva de seguridad", "Reserva técnica de compensación", "Reserva de estabilización", o "Reserva de equalización".

Ante la dificultad de estimar los siniestros probables y futuros, la mencionada reserva cumple las funciones básicas de compensar las variables estocásticas y las desviaciones negativas en la siniestralidad, cuyas causas hemos resaltado en repetidas ocasiones.

Desafortunadamente, tampoco el nuevo Código o Estatuto Tributario sobre impuesto a la renta y complementarios permite la constitución de una reserva de esta naturaleza por parte de las compañías de seguros, dificultándoles, en esta forma, la compensación adecuada de los riesgos crecientes. Esta compensación se dificulta también por la ausencia de una política flexible de primas de seguros y la carencia de mecanismos automáticos de ajuste, acordes con las profundas mutaciones estructurales y los riesgos inherentes a la inflación.

IV- La intermediación financiera y la economía del seguro

De acuerdo con la teoría moderna, los intermediarios financieros cumplen la importante función de transformar la oferta y la demanda de recursos financieros y de crédito en cualquier sistema económico, siendo ellos los encargados de absorber los superávit de ahorro de unos sectores financieros para ponerlos a la disposición de aquéllos sectores

⁷ Cita reproducida por Knoll, Hans, "Die Schwankungsrückstellung und ihre betriebswirtschaftliche Funktion", en: Zeitschrift für die Gesamte Versicherungs-Wissenschaft, No. 1/2, Berlin 1967.

con déficit de recursos de inversión. El sector económico que registra, en todos los países, el mayor superávit de ahorros es el sector doméstico o de las unidades familiares, mientras que el sector industrial acusa un creciente déficit de recursos financieros.

En este proceso de intermediación, las instituciones financieras llevan a cabo funciones tan importantes como la captación y concentración de recursos, concertando las ofertas y demandas por ellos y movilizando los pequeños y medianos ahorros del sector familiar para permitirles al sector empresarial y público, la realización de sus inversiones de capital.

Pero, quizás, la función más importante que cumplen algunos intermediarios financieros consiste en la transformación de riesgo y de plazos, en lo cual las compañías de seguros juegan un papel preponderante, al ofrecerle confianza y seguridad a los pequeños ahorristas y, simultáneamente, el mecanismo ideal para compensar las pérdidas, originadas por la ocurrencia del riesgo.

Paralelamente a esta función, las compañías de seguros contribuyen también a la diversificación de los riesgos. Aunque la transformación de plazos a través de la economía del seguro no constituye conceptualmente su función primordial, gracias a este proceso inherente a ella se logra una consolidación del sistema financiero.

Desafortunadamente, este proceso no ha sido aún comprendido por completo en nuestro país y a ello se debe que a las compañías de seguros no se les haya otorgado, exceptuando las recientes disposiciones sobre el seguro de vida, la flexibilidad y libertad suficientes para cumplir esta función con sus inversiones de capital.

En los estudios presentados por el autor durante los dos simposios anteriores sobre el mercado de capitales, se trató en forma exhaustiva la función económica y financiera de la economía del seguro y, primordialmente, la importancia cuantitativa y cualitativa de sus inversiones de capital. Por tal motivo, en este documento nos limitaremos a presentar algunas consideraciones adicionales y complementarias sobre el particular.

Entre los intermediarios financieros, las compañías de seguros son las que poseen una mayor capacidad para transformar dinero en capital.

Bajo el punto de vista microeconómico, la función de formación de capital en la industria del seguro cumple las funciones de rendimiento y de estabilización del nivel de primas. Respecto a este último factor, en Colombia las compañías de seguros, debido al régimen de inversiones forzosas, atraviesan actualmente por una situación difícil para poder compensar, adecuadamente, la mayor siniestralidad con el producto de sus inversiones de capital.

En efecto, mediante el último decreto, el 2165 del año 1972, las compañías de seguros generales están obligadas a invertir el 55% de sus reservas técnicas en bonos emitidos por el Instituto de Crédito Territorial, con una rentabilidad efectiva, antes de impuestos, de un 11%, la cual no guarda relación alguna con la tasa de inflación registrada en Colombia, ni con el rendimiento efectivo de los principales activos financieros en nuestro país.

Como puede apreciarse a continuación, la rentabilidad de las inversiones de capital de las compañías de seguros generales ha permanecido prácticamente estática y registró, además, durante 1972, una acentuada disminución. (Cuadro 3).

En otras palabras, la rentabilidad en las compañías de seguros generales no se ha beneficiado con el aumento paulatino en las tasas de interés registrado en los últimos años. De proseguir la actual política de inversiones forzosas, en un papel único con una rentabilidad efectiva, antes de impuestos, de sólo 11% anual, es de esperarse que su rentabilidad total registre también en el futuro una tendencia descendente. Si tomamos en cuenta que la tasa de interés más baja registrada hoy en día en nuestro mercado de capitales es la reconocida por las cajas de ahorros a sus clientes y la cual fue fijada recientemente en un 12% anual, vemos claramente la fuerte discriminación a que están sujetas las aseguradoras en nuestro país.

Esta tendencia, así como la necesidad de que las compañías de seguros obtengan una buena rentabilidad en sus inversiones para absorber las crecientes pérdidas provenientes de la inflación y de las mutaciones en la estructura de los riesgos por ellas asumidos, se confirma mediante el cuadro 4, en el cual se indica la proporción, también

creciente, del producto de inversiones que destinan las compañías de seguros para compensar dichas pérdidas:

Cuadro 3

RENTABILIDAD PROMEDIO DE LAS INVERSIONES DE LAS COMPAÑIAS DE SEGUROS GENERALES

Años	Rentabilidad %
1957	10.6
1958	9.6
1959	9.2
1960	8.9
1961	11.3
1962	15.9
1963	9.8
1964	9.3
1965	12.9
1966	15.0
1967	14.6
1968	14.0
1969	14.3
1970	15.4
1971	12.9
1972	9.9

Fuente: Cálculos del autor.

Cuadro 4

PRIMAS BRUTAS, PRODUCTO DE INVERSIONES Y UTILIDADES NETAS OBTENIDAS POR LAS COMPAÑIAS DE SEGUROS GENERALES EN COLOMBIA 1970-1972
(Millones de pesos)

Años	Primas Brutas (1)	Producto de inversiones (2)	Relación (2):(1)	Utilidades Netas (3)	Relación (3):(1)	Distribución producto de inversiones	
						Compensación pérdidas	Utilidades Netas
1970	2.083.12	228.43	10.9%	195.16	9.4%	15%	85%
1971	2.553.55	244.99	9.6%	150.25	5.9%	39%	61%
1972	2.981.65	299.34	10.0%	171.85	5.8%	43%	57%

Del cuadro anterior se desprende, en primer lugar, que la relación entre el producto de inversiones y las primas emitidas, ha registrado una ligera tendencia descendente, al pasar de 10.9% en 1970, al 9.6% en el año 1971 y al 10% en el año de 1972, lo cual indica que el rendimiento de las inversiones ha crecido a un ritmo menos rápido que la producción en este sector económico.

Esta reducción en la rentabilidad neta se ve claramente en la columna quinta, porque al relacionar las utilidades netas de las compañías de seguros con su volumen de primas, vemos que la respectiva proporción pasó de un 9.4% en 1970 a un 5.9% en el año 1971 y a un 5.8% en el año 1972. En comparación, el sistema bancario registra una relación del 13.9% en este rubro, o sea, más del doble de la registrada en el sector de los seguros.

Finalmente, según la última columna, en los últimos tres años se ha incrementado la proporción de las sumas que destinan las compañías de seguros provenientes del producto de inversiones, para compensar las pérdidas técnicas originadas en su gestión técnica. En efecto, mientras que en el año de 1970, éllas sólo tuvieron que destinar para tal fin el 15% del producto de sus inversiones, quedándoseles un 85% como utilidad neta, en el año de 1971 el 39% del producto de inversiones fue destinado para absorber las pérdidas técnicas y en el año 1972, el 43% de dicho producto tuvo la misma destinación quedando solamente el 57% del mismo rubro como utilidad neta.

De acuerdo con los principios básicos de toda inversión de capital, ella debe ser suficientemente líquida, rentable, segura y ofrecer una adecuada protección contra la inflación, o sea, conservar su poder adquisitivo. Por tal motivo, su rentabilidad, en el peor de los casos, debe ser igual a la tasa de inflación registrada en una economía, con el fin de que el inversionista no sea expropiado en su patrimonio.

Las normas vigentes sobre inversiones de las compañías de seguros generales en Colombia no cumplen, desafortunadamente, estas condiciones mínimas, porque la inversión forzosa está concentrada en un sólo título-valor que no posee liquidez alguna, ni primaria ni secundaria, para las compañías de seguros. Esta política de inversiones forzosas va en contra del principio básico de diversificación y consecuentemente contra el principio de seguridad, elemento que preponderantemente deben ofrecer las compañías de seguros a su clientela.

Respecto a la rentabilidad efectiva, después de impuestos, los bonos del Instituto de Crédito Territorial redituarán en el futuro sólo un 6.6% efectivo anual, tomando en cuenta que de acuerdo con las últimas disposiciones tributarias, los intereses de dichos valores están sujetos a un impuesto del 40% en el caso de las compañías de seguros.

Bajo el punto de vista dinámico del seguro y teniendo en cuenta las consideraciones anteriores, se llega fácilmente a la conclusión de que es necesario un cambio fundamental en el catálogo de inversiones de las compañías de seguros generales, especialmente la liberalización de sus inversiones forzosas, la cual, para no causar traumatismos a las instituciones por ellas beneficiadas, podría llevarse a cabo mediante la congelación de dicho monto en una época determinada, de tal modo que éste se iría reduciendo paulatinamente con el vencimiento natural de la cartera en inversiones forzosas.

V- Conclusiones y recomendaciones

De lo expuesto en este documento, se desprenden claramente las siguientes conclusiones y recomendaciones:

- a) La economía del seguro, como sector terciario, está sujeta a las repercusiones negativas de la inflación y al aumento del nivel de salarios, no estando en capacidad de absorber, mediante medidas de racionalización y aumento de la productividad, este impacto en sus costos;
- b) También en Colombia se registra la mutación estructural en los riesgos inducida por el progreso tecnológico a través de factores adversos, los cuales ocasionan desequilibrios financieros en las compañías de seguros generales;
- c) La política de primas ha sido inflexible y el nivel de ellas, conforme a las tendencias antes enumeradas, resulta insuficiente para hacerle frente a los riesgos dinámicos en la economía;
- d) Las catástrofes, o sea, las desviaciones negativas en la siniestralidad, repercuten desfavorablemente en la industria aseguradora. Por tal razón, resulta indispensable que las compañías de seguros constituyan reservas catastróficas o de compensación, para hacerle frente a dichas eventualidades, lo cual no es posible bajo el actual régimen legal y tributario;
- e) Ante las crecientes pérdidas técnicas, las compañías de seguros se han visto obligadas a compensar éstas con el producto de sus inversiones, siendo cada día mayor la proporción de pérdidas compensadas mediante los rendimientos financieros, lo cual pone en peligro la estabilidad financiera de las compañías de seguros. Por tal razón, debe eliminarse el régimen de inversiones forzosas con el fin de que el producto de las inversiones ayude a compensar, también en el futuro, esta tendencia negativa;
- f) Las bases técnicas y actuariales en que descansa el cálculo de las primas de seguro son estáticas en su concepción, pese a que deben sufragar las pérdidas o riesgos dinámicos. Resulta indispensable, por consiguiente, introducir modificaciones en la estructura de las tasas y tarifas de seguros;
- g) Las presiones inflacionistas representan un lastre adicional no previsto actuarialmente, para las compañías de seguros y los asegurados, disminuyendo la intensidad

o grado de protección y, por ende, la conservación de los activos fijos y productivos. Para evitar este fenómeno, resulta necesaria la introducción de cláusulas automáticas de reajuste de primas en las diferentes clases de seguros;

- h) Tanto el reciente impuesto a las ventas sobre las primas de seguros generales como el tributo de ganancias ocasionales para las indemnizaciones del seguro de vida, representan un desestímulo a asegurarse con las compañías nacionales y un fuerte incentivo para hacerlo en el exterior.

Capítulo 8

PARTICIPACION DE LOS ASEGURADOS DE VIDA EN LAS UTILIDADES TECNICAS*

Camilo Pieschacón V.

I- Introducción

Mediante los Decretos 1729 y 1731 del 12 de agosto, el Gobierno Nacional tomó importantes medidas sobre la inversión de las reservas técnicas y matemáticas de las compañías de seguros y sociedades de capitalización, reflejándose claramente en estas medidas legislativas una tendencia favorable hacia la liberalización del mercado colombiano de capitales. Respecto a las compañías de seguros generales y a las sociedades de capitalización, el decreto 1731 de dicha fecha, no introduce una modificación substancial en el actual régimen de inversiones forzosas y solamente amplía para tales instituciones su catálogo de inversiones admisibles con depósitos a término en las corporaciones y créditos hipotecarios otorgados inicialmente por ellas.

Indudablemente, esta última posibilidad, contemplada también en los Decretos 1729 y 1730 para las inversiones de las compañías de seguros de vida y para las inversiones de las cajas o secciones de ahorro respectivamente, tiende a crear la estructura necesaria para un mercado secundario de hipotecas, sobre el cual es bastante lo que se ha escrito y discutido durante los últimos años en Colombia.

En este documento de carácter divulgativo e ilustrativo nos proponemos presentar a los interesados una explicación sobre la filosofía y *modus operandi* del sistema de dividendos o participación de los asegurados de vida en las utilidades técnicas de las compañías, a la luz del decreto 1729 del 12 de agosto de 1974, mediante el cual se establecieron en el país los llamados "Seguros de ahorro con participación", o sea, aquéllos que generan reservas matemáticas o ahorro a mediano y largo plazo y en los cuales las aseguradoras de vida deben comprometerse a distribuir entre sus asegurados por lo menos el 70% de las utilidades técnicas obtenidas en su gestión.

Mediante dicho decreto, Colombia implantó un antiguo y eficiente sistema para estimular el ahorro contractual a través del seguro de vida, mecanismo que se emplea, como veremos más adelante, desde hace muchos años en los principales países del mundo.

*Los conceptos y comentarios presentados en este trabajo son estrictamente personales y, por consiguiente, no se identifican, forzosamente, con los de la Asociación Colombiana de Actuarios, de la cual el autor es su Presidente.

Este documento constituye una ampliación de los comentarios preparados por el autor para la publicación COYUNTURA ECONOMICA de FEDESARROLLO, Vol. IV No. 3.

II- Génesis y evolución histórica del sistema de dividendos

Aunque la idea del seguro de vida se remonta al origen de la misma humanidad, los intentos por crear un mecanismo financiero racional, a través de una comunidad de riesgo, tendiente a resarcir las pérdidas económicas de aquéllos sujetos afectados negativamente por la ocurrencia del riesgo de muerte, solamente tuvieron éxito práctico a mediados del Siglo XVIII, exactamente en 1762, año en el cual se fundó en Londres "The Society for Equitable Assurance on Lives and Survivorships", primera compañía de seguros que utilizó una base verdaderamente científica, es decir actuarial, para la determinación del costo del seguro o prima de acuerdo con el riesgo asumido⁽¹⁾.

Para comprender la filosofía y génesis del mecanismo de participación de los asegurados en las utilidades técnicas, cuyo origen coincide con el de la iniciación científica del seguro de vida, debemos tener presente que cualquier sistema de seguro, ya sea estatal o privado, mercantil o mutualista, se basa financieramente en la idea de la mutualidad. En efecto, mediante la creación de una comunidad de riesgo, o sea, de personas o sujetos económicos amenazados por determinado peligro, se lleva a cabo la idea del seguro como mecanismo financiero de compensación. En otras palabras, en cualquier sistema de seguro, las personas no afectadas por la ocurrencia del riesgo son las que compensan, a través de la entidad aseguradora y mediante el pago de su prima de seguro, las pérdidas sufridas por las personas afectadas.

Pese a este principio fundamental, la explotación práctica del seguro tuvo dos raíces históricas; por una parte, mediante la constitución de sociedades mutualistas sin ánimo de lucro y, por la otra, a través de la sociedad mercantil o anónima con fines de lucro. Mientras que la sociedad mutualista ofrecía sus diferentes amparos a una prima o precio no garantizado ni fijo, con el derecho a exigir a sus asegurados, de ser necesario, sumas adicionales a las primas pagadas, la sociedad mercantil o anónima se comprometía a asumir los riesgos a un precio o prima fija.

En otras palabras, en la sociedad mutualista las desviaciones negativas en la siniestralidad o pérdidas técnicas eran financiadas por los mismos asegurados mediante pagos adicionales o darramas, mientras que en la sociedad anónima dichas pérdidas o desviaciones eran soportadas exclusivamente por los accionistas. Como contraprestación, en la sociedad mutualista las desviaciones positivas registradas en la siniestralidad, o sea, las utilidades técnicas, eran repartidas entre los asegurados, los cuales forzosamente debían ser socios de la mutualidad, mientras que en la sociedad anónima las desviaciones positivas o utilidades técnicas correspondían a los accionistas.

Debido al factor de inseguridad inherente al sistema de la mutualidad, la cual no garantizaba el precio o costo del seguro, la sociedad anónima tuvo un rápido desenvolvimiento al asumir la garantía de este costo. No obstante, la competencia entre los dos sistemas de explotación del seguro de vida trajo consigo una convergencia entre ellos, o sea, que la sociedad mutualista adoptó, con el devenir de los años, la garantía de una prima fija e invariable ofrecida por la sociedad mercantil, conservando lógicamente su sistema de participación en las utilidades técnicas para los asegurados, mientras que la sociedad anónima introdujo esta cláusula de participación para sus asegurados, conservando la garantía de mantener una prima fija.

Gracias a este proceso de asimilación recíproca entre los dos sistemas, en la actualidad prácticamente no existe diferencia entre ellos y no es exagerado afirmar que el costo o prima de seguro no es dependiente en la mayoría de los países de la forma de sociedad, mutualista o anónima, sino de la eficiencia económica y habilidad administrativas para lograr los mejores resultados en su gestión financiera y de seguros.

En otras palabras, el sistema de participación en las utilidades técnicas para los ase-

¹ Ver: Cox, P. R. and Storr-Best, R. H. "Surplus in British Life Assurance", Cambridge, 1962 y Braun, Heinrich, "Geschichte der Lebensversicherung und der Lebensversicherungstechnik", págs. 308-325, Berlin 1963.

gurados de vida tiene su origen en la competencia entre los dos sistemas de explotación del seguro, pero, además, en la técnica actuarial utilizada para la determinación de las primas y reservas matemáticas.

Antes de analizar este aspecto debemos mencionar que desde hace más de 200 años, cuando se fundó la primera compañía de seguros con bases científicas en Inglaterra; el mecanismo de participación en las utilidades técnicas se ha ido extendiendo paulatinamente en los países industriales y en vías de desarrollo y, según estimativos, alrededor del 70% de las pólizas de vida individual vigentes en el mundo gozan de esta cláusula(2).

Como mencionamos anteriormente, el origen del seguro de vida se confunde con el de la misma humanidad, pero la forma racional y técnica de explotarlo es de reciente data. Ya en el siglo XIII, por ejemplo, existía una especie de seguro de vida para amparar a las mujeres encinta, fuesen o no esclavas. Respecto a las esclavas, el fin primordial del amparo radicaba en el deseo del señor feudal de asegurarse un buen nacimiento o resarcirse de la eventual pérdida sufrida por la muerte de la esclava. Un notario genovés registró, el 10 de abril de 1427, el compromiso de cuatro comerciantes de pagar 600 florines a una determinada persona y en el plazo de tres meses, si su esposa, quien se encontraba en el 8º. mes de gravidez, no sobrevivía al parto(3).

Dichos contratos, analizados a la luz de la moderna técnica actuarial y financiera, no representan un verdadero seguro, sino simples apuestas o juegos de azar, aunque estas combinaciones constituyeron la fructífera semilla del seguro de vida racional y sirvieron, además, como instrumento de financiación para el fisco a través de las denominadas "tontinas".

Grandes matemáticos y pensadores de su época, como Pascal, Fermat, Galileo, de Moivre, Simpson, Euler, Quetelet y muchos otros, fueron los primeros actuarios del mundo y los encargados de sentar las bases científicas del seguro, especialmente del de vida.

Quizás por la carencia de una competencia por parte del movimiento mutualista y, primordialmente, por el régimen de inversiones forzosas para las aseguradoras de vida, los intentos en Colombia para establecer dicho mecanismo no tuvieron éxito, pese a que desde hace diez años se había venido insistiendo sobre el particular(4).

III- Orígenes de las utilidades técnicas en los seguros de vida

Como es sabido, las pólizas de seguro de vida individual representan, tanto bajo el punto de vista jurídico como actuarial, contratos a largo plazo (10, 20, 30 o más años) o vitalicias, en los cuales las aseguradoras en su forma mutualista o de sociedad anónima adquieren el compromiso de mantener una prima invariable, es decir, constante durante toda la duración de dicho contrato. En otras palabras, ellas garantizan a sus asegurados que el costo anual o prima no sufrirá modificaciones a lo largo del contrato, aunque se presenten situaciones adversas en su gestión. Por tal motivo, la práctica internacional, al determinar actuarialmente las primas de los seguros de vida, se basa en suposiciones más o menos conservadoras sobre los tres elementos constitutivos de una prima de seguro de vida, a saber, la mortalidad, la tasa de interés técnico y los recargos actuariales por concepto de gastos de adquisición y de administración. En otras palabras, al calcular las primas de seguros de vida, los actuarios extrapolan hacia el futuro los resultados obtenidos con base en la experiencia sobre estos tres elementos, con el fin de que las aseguradoras de vida puedan garantizarles a los asegurados, en cualquier tiempo, el cum-

² Para más detaller ver: "Memorias del 18º. Congreso Internacional de Actuarios", Comunicaciones Nacionales, págs. 1-266, Vol. 1, Karlsruhe 1968.

³ Ver: Benítez de Lugo, Luis, "Tratado de Seguros", págs. 70-72, Vol. 1, Madrid 1955.

⁴ Ver: Pieschacón, Camilo, "Función Social y Económica del Seguro", en: Revista Española de Seguros Nos. 177, 178 y 179, pág. 11, Madrid 1964; "Las Inversiones de Capital de la Economía del Seguro", en: Revista Colombiana de Seguros No. 3, pág. 12, Bogotá, 1964 y "La Economía del Seguro en el Proceso de Desarrollo Económico", en: El Mercado de Capitales en Colombia, págs. 114-125, Bogotá 1971.

plimiento de los respectivos contratos. Expresado en otra forma, las primas de seguros de vida son fijadas, *a priori*, con bases actuariales conservadoras, constituyendo la participación en las utilidades técnicas un reajuste o corrección, *a posteriori*, del costo efectivo del seguro.

Ante la disminución paulatina de la mortalidad específica para un importante grupo de edades y ante las tendencias alcistas en las tasas de interés, es lógico que este sistema conservador para determinar las primas de seguros traiga consigo excedentes o utilidades técnicas importantes, las cuales, mediante la participación de los asegurados en las utilidades técnicas, son distribuidas entre ellos por las aseguradoras de vida.

Aquí precisamente tiene su justificación y explicación el mecanismo mencionado, debiéndose anotar que la función primordial de toda compañía de seguros radica en ofrecerle "seguridad documentada" a su clientela y a todo el sistema económico, garantizando de por vida el costo del seguro.

El correctivo que implica la participación de los asegurados en las utilidades técnicas trae consigo, además, un factor dinámico en las pólizas de seguros de vida. En efecto, entre las tres fuentes de utilidad técnica para una aseguradora de vida, o sea, la ganancia por utilidad, aquélla por intereses o rentabilidad y la proveniente de economías en los gastos de adquisición y de administración, la más importante de ellas es la resultante de la diferencia entre los rendimientos efectivos logrados en las inversiones de capital y la tasa de interés nominal utilizada para el cálculo de la prima.

Como es sabido por la teoría económica, en mercados de capitales libres, las presiones inflacionistas traen consigo una tendencia alcista en las tasas de interés efectivas, de tal manera que dicho incremento repercute muy favorablemente sobre las utilidades técnicas de las compañías de seguros de vida. Al incrementarse estas utilidades es lógico que aumente también su distribución entre los asegurados, lo cual permite que las aseguradoras de vida ofrezcan reajuste de los valores asegurados o disminución del costo efectivo del seguro, es decir, una especie de corrección monetaria para los contratos de vida, imprimiéndoles un factor dinámico muy importante, el cual, a su vez, representa un elemento antiinflacionista por excelencia.

A ello se debe que en los países donde opera la cláusula de participación en las utilidades, el seguro de vida haya logrado conservar, *a grosso modo*, su capacidad competitiva aún en épocas de presiones inflacionistas más acentuadas, existiendo, naturalmente, un límite cuando la tasa de inflación es muy virulenta o cuando ésta se torna galopante.

Como ya anotamos, los elementos constitutivos de una prima de seguro de vida son, básicamente, tres, a saber, la mortalidad, la tasa de interés técnico y los recargos actuariales para satisfacer los gastos de adquisición y administración. Es lógico conforme a la técnica actuarial, que estos tres elementos produzcan, al fin de cada gestión anual, resultados positivos o negativos para la compañía aseguradora y, por ende, para sus asegurados.

1. Utilidades por mortalidad

Desde principios de este siglo y, primordialmente, en los años de postguerra, se registra en el mundo una disminución paulatina de la mortalidad y un incremento de la vida media probable, según se puede apreciar en comparación internacional. (Cuadro 1).

Aunque en la técnica actuarial la vida media probable no posee ningún valor relevante para la determinación de las primas de seguro y reservas matemáticas, estas cifras transcritas indican una tendencia favorable en la mortalidad de los principales países.

No obstante, como puede apreciarse en el cuadro, según parece, la disminución paulatina de las tasas de mortalidad ha llegado, en algunos países, a su fin y se nota una tendencia a que ellas se incrementen para determinadas edades.

Sobre la influencia de la mortalidad en las utilidades técnicas de las compañías de seguros de vida existe la creencia general de que dicho factor representa una fuente incalculable de beneficios y, por lo tanto, es muy común el punto de vista de que las tarifas de seguros de vida deberían reducirse drásticamente.

Cuadro 1

COMPARACION INTERNACIONAL SOBRE LA EVOLUCION DE LA VIDA
MEDIA PROBABLE EN ALGUNOS PAISES SELECCIONADOS

País	Períodos		Vida media probable -		Edades
Alemania	1949-51	30 <u>41,3</u>	40 <u>32,3</u>	50 <u>23,8</u>	60 <u>16,2</u>
	1958-59	41,4	32,2	23,4	15,7
	1966-68	41,0	31,8	23,0	15,3
Holanda	1950-52	<u>44,3</u>	<u>34,9</u>	<u>25,9</u>	17,8
	1961-65	43,8	34,3	25,3	17,4
	1966-68	43,5	34,1	25,1	17,2
Inglaterra	1950-52	40,3	31,0	22,2	14,8
	1958-60	41,1	31,6	22,7	<u>15,2</u>
	1968-70	<u>41,2</u>	<u>31,7</u>	<u>22,8</u>	<u>15,1</u>
Suecia	1951-55	43,7	34,4	25,5	17,4
	1959-61	<u>44,2</u>	<u>34,8</u>	<u>25,8</u>	<u>17,6</u>
	1961-65	44,1	34,7	25,7	17,5
Estados Unidos	1949-51	44,3	35,1	26,4	18,5
	1956-59	45,6	36,2	27,3	19,2
	1965-68	<u>46,5</u>	<u>37,1</u>	<u>28,2</u>	<u>20,0</u>
COLOMBIA	1940-54	37,7	29,1	20,8	13,3
	1955-69	<u>38,8</u>	<u>30,0</u>	<u>21,5</u>	<u>14,0</u>

Fuente: "Die Entwicklung der mittleren Lebenserwartung im Internationalen Vergleich", SIGMA, No. 9/74, publicación de la Compañía Suiza de Reaseguros, Zurich y Tablas Colombianas de Mortalidad, publicadas por la Superintendencia Bancaria. *Nota.* Las cifras subrayadas indican el mayor valor alcanzado.

En estas argumentaciones se olvida, por lo general, que las compañías de seguros de vida no solamente asumen el riesgo de muerte, a través del mal llamado seguro de vida, el cual debería tener el calificativo más exacto de seguro de muerte, sino también el riesgo de sobrevivencia, o sea, el verdadero seguro de vida. En efecto, en los contratos de renta vitalicia o pensiones de jubilación, las aseguradoras asumen el riesgo de que sus asegurados sobrevivan determinada edad, de tal manera que si una reducción de la mortalidad puede significar una utilidad técnica para las compañías en las pólizas contra el riesgo de muerte, en los contratos de vida propiamente dichos esta reducción se convierte en una pérdida técnica para las aseguradoras, porque ellas pagarán sus indemnizaciones a un número mayor de sobrevivientes y durante un período de tiempo más prolongado que el tomado en cuenta en los cálculos actuariales relacionados con la determinación de las primas y reservas.

Además, a medida que el seguro de vida adquiere mayor divulgación, las aseguradoras de vida estarán más afectadas por los riesgos catastróficos. Así, por ejemplo, la epidemia de influenza registrada en los años 1918-19 significó para 63 aseguradoras de vida pagos adicionales a los previstos por una suma de US\$90.000.000, habiéndose reducido los fondos de contingencia de una sola aseguradora de US\$10.000.000 a US\$640.000(5).

Análogos resultados o desviaciones negativas en la mortalidad se registraron durante la segunda guerra mundial y a causa de catástrofes naturales o conflagraciones armadas locales y regionales. Por tal razón, resulta incoherente y peligroso el hecho de que nuestra nueva legislación tributaria no permita a las aseguradoras la constitución de una reserva catastrófica deducible de la renta bruta, tal como se permite en la mayoría

⁵ Ver: Craig, J. D. and Dublin, L. I., "The Influenza Epidemic of 1918", en: Transactions of the Actuarial Society of America, p. 135, Vol. XX.

de los países. Es evidente que el progreso tecnológico y la acumulación de grandes riesgos, así como la mayor movilidad y aumento de la capacidad en los transportes, traigan consigo peligros graves y crecientes para las compañías de seguros de vida, siendo la única forma de conjurarlos racional y económicamente el de la previsión mediante reservas o fondos especiales.

En resumen, aunque la mortalidad representa un elemento importante en la determinación de las primas de seguros de vida y, por consiguiente, una fuente de utilidad técnica, en la práctica ella no ejerce un influjo tan marcado, como la rentabilidad efectiva sobre las inversiones en el origen de las utilidades técnicas.

2. Utilidades por interés

El interés constituye, indudablemente, el principal factor de utilidad técnica en los contratos de seguros de vida, según las experiencias registradas en los principales países industriales. Como es sabido, en los cálculos actuariales relacionados con la determinación del costo o prima de seguro se toma en cuenta la llamada tasa de interés técnico, la cual, *grosso modo*, puede definirse como un descuento compuesto que otorgan las compañías de seguros a sus asegurados. Se trata, por lo tanto y de acuerdo con la filosofía ya mencionada, de una garantía de rentabilidad que ofrecen las aseguradoras a su clientela por los ahorros que ella les encomienda.

Naturalmente, si la rentabilidad o interés efectivo que obtienen las compañías en la inversión de las reservas matemáticas es superior a la tasa de interés técnico que sirvió de base para el cálculo, la compañía obtendrá una utilidad técnica por concepto de interés, la cual es repartida entre los asegurados a través de los llamados dividendos.

Casi todos los países del mundo fijan, de antemano, la tasa máxima de interés técnico que pueden reconocer las compañías de seguros de vida a sus asegurados, partiendo exactamente de las premisas antes anotadas, o sea, del hecho de que como instituciones de servicio que son, ellas deben ofrecer, ante todo, seguridad a su clientela y no una inversión especulativa. Así mismo, al fijar las tasas máximas de interés, las instancias gubernamentales son conscientes de que los contratos de vida se celebran a largo plazo o en forma vitalicia y, por lo tanto, que las aseguradoras deben estar en capacidad, en cualquier momento, de cumplir con dichos compromisos contractuales. A ello se debe que las legislaciones pertinentes eviten una especulación por parte de las aseguradoras o que ellas garanticen descuentos compuestos o tasas de interés muy altas e inciertas, porque de acuerdo con la filosofía de la participación en las utilidades, de todas maneras los excedentes obtenidos por este concepto en épocas de *boom* y tendencias alcistas en las tasas de interés, son revertidos a los asegurados.

Esta política prudente ha sido proseguida, con éxito, en todos los países industriales y en vías de desarrollo, aún en épocas de inflación, según se desprende de la siguiente relación sobre la tasa de interés técnico para los seguros de vida.

Sobre este particular, el Decreto 1729 de 1974 encierra un eminente factor de peligro para las aseguradoras y asegurados al contemplar en su artículo 50., que "las notas técnicas de pólizas de seguros de ahorro con participación... no estarán sujetas a restricciones respecto a interés técnico" agregando que "en ningún caso el interés de cálculo para un plan será superior al rendimiento promedio de las inversiones descritas en el artículo 10., después de costos de administración".

Según nuestra opinión, estrictamente personal, estas disposiciones son peligrosas y la Superintendencia Bancaria debería fijar, también para los planes ya mencionados, una tasa máxima de interés técnico o garantizado, porque aunque actualmente nuestras tasas de interés acusan un elevado nivel, si los esfuerzos para combatir la inflación tienen éxito, es probable y casi seguro que se presente una tendencia descendente en ellas y no sería lógico, bajo ningún aspecto, que las aseguradoras de vida tuviesen que sufrir pérdidas si han calculado sus primas con la tasa máxima admisible según el texto del decreto, o se vieran obligadas a aumentar las primas drásticamente, lo cual iría contra la filosofía y esencia misma de la cláusula de participación en las utilidades o sistemas de dividendos en el seguro de vida.

Cuadro 2

COMPARACION INTERNACIONAL SOBRE LA TASA DE INTERES
TECNICO EN LOS SEGUROS DE VIDA

País	Tasa	País	Tasa
Bélgica	4,0%	Argentina	4,0%
Dinamarca	4,5%	Brasil	6,0%
Alemania	3,0%	Chile	4,0%
Finlandia	4,5%	Costa Rica	3,0%
Francia	3,5%	Guatemala	3,5%
Italia	4,0%	Canadá	3,5%
Luxemburgo	3,5%	México	4,5%
Holanda	4,0%	Estados Unidos	3,5%
Noruega	4,0%	Egipto	3,5%
Austria	3,0%	Túnez	3,5%
Suecia	3,5%	Israel	3,5%
España	3,5%	Japón	4,0%
Australia	3,5%	Madagascar	4,5%
COLOMBIA	5,0%		

Fuente: "Internationaler Vergleich der gesetzlichen Bestimmungen hinsichtlich der Angale der technischen Reserven in der Lebens- und Nichtlebensversicherung sowie des technischen Zinsfusses in der Lebensversicherung". SIGMA, No. 11/noviembre 1971, publicación de la Compañía Suiza de Reaseguros, Zurich.

Los experimentos con tasas libres de interés técnico o muy altas encierran un factor perturbante de repercusiones imprevisibles. Durante la Gran Depresión, por ejemplo, las compañías de seguros de vida en los Estados Unidos se vieron enfrentadas a serios problemas al reducirse la rentabilidad efectiva de sus inversiones, pese a que la tasa de interés técnico no superaba un 3% anual, es decir, era cautelosa y conservadora; similar experiencia registraron, en los años veinte, las aseguradoras de vida en Alemania.

Dada la actual situación en nuestro mercado de capitales, es de esperarse que el nuevo sistema obligatorio de dividendos para los asegurados de vida, traiga consigo un factor importante de distribución y, prescindiendo de la crítica antes mencionada, consideramos que el enfoque general y filosofía del decreto es altamente positivo para una sana evolución del seguro de vida como sistema no sólo de protección, sino también de inversión; la misma consideración es válida respecto al mercado de capitales, el cual, probablemente, recibirá un impulso por parte de las aseguradoras de vida como demandantes institucionales de valores de renta fija y variable.

3. Utilidades por recargos actuariales

El tercer elemento constitutivo de una prima de seguro en el ramo de vida lo encontramos en los llamados recargos actuariales previstos para financiar los costos de adquisición y los gastos de administración de las compañías. Si los gastos reales por estos conceptos son inferiores, en la respectiva vigencia comercial, a los recargos contemplados en las tarifas, es obvio que las compañías obtengan una utilidad técnica para distribuir entre sus asegurados.

En el caso colombiano, no obstante, los recargos actuariales son obsoletos y hasta el momento los costos reales han sido superiores a ellos, debido, en gran parte, a que las presiones inflacionistas han influido desfavorablemente en el nivel de costos de las aseguradoras. Además, debido a la gran caducidad en las pólizas de vida individual en Colombia, la escasa duración promedia de ellas, de 3 a 5 años, no permite una amortización completa de los llamados costos de adquisición.

A raíz de esta situación anómala no puede esperarse, por este concepto, una utilidad técnica distribuible entre los asegurados de vida.

IV- Sistemas básicos de participación en las utilidades técnicas

La imaginación de los actuarios en todo el mundo y la competencia entre las compañías de seguros de vida en los diferentes países han dado pábulo a una serie de combi-

naciones y sistemas de participación en las utilidades técnicas. Sin embargo, desde un principio se ha tratado de que estos, cualquiera que sea su técnica, cumplan con el principio de equivalencia actuarial o justicia, según el cual cada asegurado debe obtener una participación en las utilidades que guarde proporción con lo que él, mejor dicho su póliza, contribuyó a ellas. El mecanismo que cumple mejor esta condición es el llamado sistema natural, mientras que los llamados sistemas mecánicos se apartan, más o menos, de dicho ideal.

En la práctica resulta ser un problema complejo la adopción de un mecanismo exacto para lograr una distribución equitativa de las utilidades técnicas mediante el sistema de dividendos. Así, por ejemplo, no sería justo para con los asegurados distribuir dichos excedentes en proporción a las primas pagadas, en proporción a la suma asegurada o en proporción a la reserva matemática. Si la utilidad técnica se distribuye en proporción a la prima pagada durante el año, habría que tratar en forma independiente a las pólizas ya pagadas por completo o liberadas y aquéllas cuya prima se está pagando; sería injusto, por ejemplo, que una póliza con una prima anual de \$100.00 recibiese por dividendo el doble de una con prima de \$50.00 sin tener en cuenta el plan, su duración, la generación neta de ahorro, etc.

Si la póliza de \$100 de prima anual es un contrato dotal y, por lo tanto, con un capital en riesgo más bajo y la segunda una póliza temporal u ordinaria de vida con una mayor proporción de capital en riesgo y las utilidades a repartir provienen de una mortalidad favorable, resulta lógico que la última póliza, aunque tenga una prima inferior, reciba una mayor proporción en las utilidades que la primera.

Si las utilidades son repartidas en proporción a las sumas aseguradas, el tenedor de una póliza con varios años de vigencia recibiría el mismo dividendo que el tenedor de otra póliza, con igual valor asegurado, que sólo haya estado vigente uno o dos años. Tampoco sería consecuente distribuir las utilidades en esta forma si la mayor parte de ellas proviene de una ganancia por concepto de intereses o de inversión, lo cual suele ser el caso más frecuente, porque lo que ha generado estas ganancias es la reserva matemática, cuyo valor es tanto más alto cuanto mayor número de años tenga la vigencia de la póliza.

Después de estas escuetas consideraciones se llega fácilmente a la conclusión de que las utilidades deben ser distribuidas de acuerdo con su fuente de origen, principio en el cual se basa la fórmula de contribución, la cual, sin embargo, no siempre es empleada en forma consecuente, pues su aplicación suele ser más compleja y dispendiosa y, por consiguiente, implica gastos adicionales de administración.

Los sistemas de dividendos o participación en las utilidades técnicas se pueden catalogar en la siguiente forma:

- A. Sistema natural de dividendos o fórmulas de contribución.
- B. Sistemas mecánicos de dividendos.
 - a) Dividendos constantes
 - b) Dividendos crecientes
 - c) Bono

Mientras que el sistema natural, como ya se explicó, trata de repartir las utilidades inmediatamente y en la misma proporción en que las diferentes fuentes y clases de seguros contribuyeron a ellas, el sistema de dividendos constantes efectúa la distribución en un porcentaje de la prima anual o de la suma asegurada y en forma independiente de los años de vigencia de la póliza. Por ser su cálculo muy sencillo, es empleado el sistema preferentemente en el seguro de vida popular, o sea, con sumas aseguradas bajas.

Por su parte, el sistema de dividendos crecientes distribuye las utilidades técnicas en proporción a las primas pagadas, solución que se acerca algo más al sistema natural.

Finalmente, el sistema de bono consiste en incrementar el valor asegurado año tras año. Aunque el decreto 1729 no es explícito sobre el particular, su interpretación permite, prácticamente, la aplicación de cualquier sistema de dividendos.

V- Importancia económica del mecanismo de dividendos

No cabe la menor duda de que el sistema de dividendos representa una combinación o simbiosis ideal entre el factor de seguridad y garantía que deben ofrecer las aseguradoras de vida a su clientela y el precio justo o costo neto de su producto. Como ya anotamos, la imprescindible cautela en la adopción de las bases técnicas para poder garantizar el cumplimiento de contratos vitalicios y a largo plazo, trae consigo, por regla general, la formación de un excedente o superávit el cual es distribuido entre los asegurados.

Esta práctica reviste una serie de efectos muy favorables. En primer lugar, el seguro de vida adquiere también el carácter de ahorro e inversión al mejorarse su rentabilidad, conservando, lógicamente, también su matiz de protección. Ello representa, indudablemente, un importante estímulo para asegurarse, porque el factor de protección sólo no siempre es suficiente en muchos casos para inducir a los sujetos económicos a tomar una póliza de vida.

Por otra parte, según la concepción universal de la cláusula de participación en las utilidades, la competencia entre las compañías de seguros se desplaza hacia un elemento más sano y dinámico como lo es su eficiencia económica y habilidad para incrementar la rentabilidad en sus inversiones de capital. En otras palabras, no la reducción artificial y competitiva de las primas de seguro, *a priori*, basada en motivos comerciales y no técnicos, sino la más alta rentabilidad en las inversiones y la eventual economía en los gastos de adquisición y administración, determinadas *a posteriori* sobre cifras reales, constituyen el principal elemento de competencia. Por lo tanto, la competencia no girará, como ahora, en torno de los "eventuales resultados", sino alrededor de las "utilidades reales", contantes y sonantes, que obtengan las aseguradoras de vida.

Simultáneamente, estos factores contribuirán a dinamizar el seguro de vida, haciéndolo más competitivo frente a otras formas o sistemas de ahorro institucional.

En varias ocasiones hemos recalado la importancia del seguro de vida como sistema de ahorro institucional y elemento dinámico en un mercado de capitales. Gracias a la liberalización de las inversiones forzosas, contempladas en el mencionado decreto, es de esperarse un impulso para este instrumento de protección-inversión, el cual, hasta el momento, ha tenido una participación muy limitada en nuestro mercado de ahorro y de capitales y, simultáneamente, en el ahorro de las unidades familiares, según se desprende de la siguiente comparación:

Cuadro 3

AHORRO A TRAVES DEL SEGURO DE VIDA COMO PORCENTAJE DEL AHORRO FAMILIAR — 1960-68

País	Porcentaje
Gran Bretaña	53,0%
Estados Unidos	31,5%
Canadá	30,3%
Unión Sudafricana	26,4%
Australia	24,7%
Holanda	19,0%
Suiza	17,5%
COLOMBIA	5,2% ¹ 1,8% ²

¹ Según cifras de las Cuentas Nacionales.

² Según estimaciones del ahorro personal efectuadas por Hanson, J. A. "Estimación del Ahorro Familiar en Colombia", Bogotá, 1973.

Fuente: "Die Entwicklung des Sparens im Internationalen Vergleich", SIGMA, No. 10/71, publicación de la Compañía Suiza de Reaseguros, Zurich; cálculos del autor.

A título informativo, por ejemplo, el sistema de dividendos en el seguro de vida significó para los asegurados alemanes una suma de 13.900 millones de marcos durante el período 1948-69, o sea, un promedio anual de 631,5 millones de marcos, lo cual equivale en nuestra moneda casi a \$7.000 anuales. En los Estados Unidos, a su vez, las asegua-

radoras de vida distribuyeron, en el período 1950-1968, la suma de US\$31.611.1 millones, por concepto de dividendos, es decir, un promedio anual de US\$1.663.7 millones, equivalentes, aproximadamente, a \$43.240 millones anuales.

Por no haber experiencia en Colombia sobre el particular, resulta difícil presentar cifras acerca de la repercusión de este mecanismo en el ahorro personal y el mercado de capitales. Estimativos conservadores nos indican que la suma de dividendos puede llegar, en nuestro caso, a unos \$100 millones anuales, suponiendo una rentabilidad promedio para las aseguradoras de vida de un 24% anual.

Desafortunadamente y parodiando la célebre frase romana "*fiscus non erubescit*", el "fisco nunca se sonroja", el nuevo estatuto tributario puede representar un serio obstáculo para la futura evolución del seguro de vida, aunque se haya pretendido su estímulo mediante la participación en las utilidades.

En efecto, aunque hasta el momento no se conoce la reglamentación al nuevo Código Tributario, la interpretación de las normas publicadas indican claramente que las indemnizaciones pagadas por las compañías de seguros de vida se consideran ganancias ocasionales para efectos de la tributación de las personas naturales; así mismo, los dividendos por ellas reconocidos están sujetos al impuesto de la renta y las sumas ahorrad as o valores de rescisión al de patrimonio.

Aunque la tributación sobre los dividendos parezca clara y justa, dentro del nuevo espíritu de eliminar prácticamente las rentas exentas, la de ganancias ocasionales no lo es a nuestro juicio. Toda ganancia ocasional o de capital obedece, en primer lugar, a una decisión racional y, en cierto modo, con un matiz de especulación, lo cual no es el caso de una indemnización pagada por una póliza de vida. Hemos visto claramente que cualquier sistema de seguro se basa, financieramente, en el principio de la mutualidad, aunque ni las aseguradoras ni los asegurados sean siempre conscientes de ello.

En otras palabras, son los no accidentados los que a través de la compañía de seguros aportan las sumas necesarias para el pago de las indemnizaciones a los accidentados; los no afectados por el riesgo de incendio son precisamente los que contribuyen con sus primas para resarcir las pérdidas de aquéllos propietarios víctimas de un incendio. Igualmente, en el seguro de vida son los vivos, los que no han muerto, los llamados a contribuir con sus primas para que las viudas o sobrevivientes de los fallecidos reciban una indemnización. El proceso de ahorro inherente al seguro de vida constituye un ahorro aleatorio y la indemnización a que da lugar no puede considerarse ni técnica ni jurídicamente como una ganancia ocasional, fruto de la especulación, de la reflexión premeditada para tomar una decisión de inversión o de la sustitución de un activo fijo o financiero por otro.

El fallecimiento del sostén de la familia no representa, por lo tanto, una "ganancia ocasional" para su viuda —prescindiendo tal vez de contadas excepciones— sino una pérdida fortuita, o en lenguaje económico, la desaparición de un "activo financiero" productor de renta, porque bajo el enfoque moderno de previsión y seguridad social, la vida humana tiene el carácter de un activo productivo, generador de la renta necesaria (sueldo o salario) para sostener una familia, núcleo social y unidad económica.

El seguro de vida representa, simplemente, la sustitución de dicho activo productivo por una indemnización en dinero, siendo el ideal que ésta sea lo suficientemente elevada como para producir la misma renta mensual que redituaba el fallecido(6).

A la reposición de la vida humana como activo financiero contribuyen todos los asegurados de una compañía de vida, aunque los móviles que los han inducido a asegurarse no sean altruistas, sino basados en el principio de conservación económica de su propia familia. Esta es la esencia fundamental del seguro y pese a las mutaciones registradas con el devenir de los años en lo que atañe a nuevos amparos, sistemas de organización y

⁶ Sobre el valor económico de la vida humana ver: Pieschacón, C., Jaramillo Rodrigo, Cortés, Humberto y Madriñán, Ramón, "La Economía del Seguro y la Formación de Capital", en: El Mercado de Capitales en Colombia — Ahorro y Crédito 1973, Banco de la República y Asociación Bancaria de Colombia, págs. 132-158, Bogotá 1974.

métodos administrativos, ella ha permanecido inmutable hasta el momento. Si no existiese dicha mutualidad o comunidad de riesgos, base financiera del seguro, su costo sería exorbitante. Bajo este enfoque, las primas de seguros pagadas por los asegurados para que las compañías atiendan las indemnizaciones de los afectados por el peligro y de los sobrevivientes representan una especie de "donación periódica", cuyo tratamiento fiscal es completamente diferente al que se le ha dado, en el nuevo Código Tributario a las indemnizaciones del seguro de vida.

Precisamente, el desembolso periódico de una suma, tendiente a financiar las necesidades de los afectados por los riesgos constituye el elemento básico que afecta la contratación de un seguro de vida, haciendo que su rentabilidad, al analizarlo como inversión, sea casi nula. A ello se debe que en la mayoría de los países industriales se hayan tomado medidas tributarias conducentes a permitir hasta cierta suma anual, la deducibilidad de las primas de seguros de vida pagadas por las personas naturales.

VI- Conclusiones y recomendaciones

Con base en las anteriores reflexiones podemos llegar a las siguientes conclusiones y recomendaciones:

- El sistema de participación de los asegurados de vida en las utilidades técnicas representa un correctivo racional y técnico del costo efectivo o neto del seguro de vida;
- Dicho sistema conduce a dinamizar el seguro de vida, al darle el carácter de inversión-protección y no de protección exclusivamente, lo cual representa un importante estímulo para su divulgación;
- La liberalización de las inversiones de capital de las aseguradoras de vida, respecto a las reservas de los nuevos planes con participación, significará un aumento en la demanda por recursos financieros a largo plazo y, por consiguiente, contribuirá a hacer más eficiente el mercado colombiano de capitales;
- La competencia de las aseguradoras de vida se desplazará hacia su capacidad y eficiencia en las inversiones, en lugar de la simple rebaja antitécnica y malsana en las tarifas;
- El sistema de dividendos contribuirá a dinamizar el seguro de vida, haciéndolo más competitivo frente a otras formas de ahorro institucional y permitirá reajustes periódicos de los valores asegurados, lo cual lo protegerá en gran parte contra los estragos de la inflación;
- Sería conveniente un reestudio de las últimas normas tributarias sobre las indemnizaciones en las pólizas de seguros de vida.

Parte IV

MECANISMOS PARA EL

DESARROLLO DEL MERCADO DE

CAPITALES

Capítulo 9

BASES PARA UN MECANISMO DE UNDERWRITING

Camilo Pieschacón Velasco
Hernán Pérez de Brigard

I- Introducción

En el decenio de los años cincuenta, la mayoría de los economistas opinaba que el principal factor limitante del desarrollo económico de los países del Tercer Mundo radicaba en la escasez de capital. En aquella época la ayuda externa para el desarrollo se concentró en la transferencia de recursos de capital de las economías industrializadas hacia aquéllas en vías de desarrollo.

En la actualidad predomina una concepción diferente, gracias a las experiencias no siempre favorables, registradas bajo este enfoque simplista. Podría afirmarse que la teoría de la transferencia de capital ha sido reemplazada por un concepto más dinámico y complejo como es aquél relacionado con la movilización del ahorro personal en los países en desarrollo, tema del seminario internacional organizado en el año de 1971 por la Organización de las Naciones Unidas, en Estocolmo. La concepción netamente cuantitativa, inmanente a la transferencia de capital, ha sido sustituida por un concepto cuantitativo y cuantitativo a la vez.

Tanto los organismos de ayuda internacional como los economistas de los países industrializados han llegado a la conclusión de que la simple transferencia de recursos de capital no es suficiente, *per se*, para que las áreas subdesarrolladas inicien su etapa de despegue y para que logren una tasa autosostenida de crecimiento económico y desarrollo social. Se requiere, simultáneamente, que en los países en desarrollo se tomen las medidas gubernamentales tendientes a movilizar mayores recursos internos y que en ellos exista una infraestructura financiera adecuada para alcanzar dicha meta.

A principios del presente siglo, con la publicación de su "Teoría del Desarrollo Económico", el economista austriaco Schumpeter ya destacaba la importancia de la moneda, el crédito y el ahorro en el proceso de desarrollo económico. Sin embargo, durante muchos años los tratadistas sobre la materia no prestaron atención a dichas ideas y sólo hasta hace aproximadamente unos tres lustros ellas fueron revividas mediante la reformulación de la teoría monetaria por parte de Gurley y Shaw.

En su teoría, dichos autores presentan un novedoso enfoque sobre la intermediación financiera basado en el superávit y déficit de ahorro en los principales sectores o unidades que integran un sistema económico nacional. Aunque esta innovación teórica permaneció inicialmente circunscrita a las economías desarrolladas, últimamente dicho pensamiento comienza a ser aplicado a las economías menos desarrolladas.

La celebración de un tercer Simposio sobre Mercado de Capitales denota claramente la conciencia que se ha adquirido en el país sobre la importancia del proceso ahorro-inversión y primordialmente, sobre la necesidad de escudriñar las fallas estructurales, legales, tributarias y administrativas que obstaculizan su buen funcionamiento.

Uno de los problemas o fallas fundamentales del sistema financiero colombiano radica, según se ha anotado en repetidas ocasiones, en la carencia de un eficiente mercado de capitales, o sea, de recursos a largo plazo. Este hecho ha motivado que la definición de "mercado de capitales", sea tomada en cuenta en su acepción más amplia, no habiendo prácticamente división, como sucede en otros países y como se hace énfasis en la literatura económica, entre el mercado monetario, es decir, de recursos financieros a corto plazo y el mercado de capitales, o sea, el de largo plazo.

Aquí radica, precisamente, una de las grandes distorsiones en nuestro sistema económico, la cual ha sido engendrada fundamentalmente —según anotábamos en el documento presentado al pasado Simposio— por la garantía de liquidez primaria o en la fuente otorgada por muchas instituciones emisoras de títulos de renta fija, las cuales comprometen estos recursos, a su vez, en operaciones a largo plazo, política peligrosa bajo todo punto de vista.

Por ser los mecanismos de underwriting una especie de "financiación interina" o "puente financiero" entre el mercado monetario y el mercado de capitales, hemos considerado conveniente e importante analizar la viabilidad de dicho sistema en Colombia, ya que él traería consigo una consolidación del sistema financiero, o sea, la sustitución de compromisos a corto plazo por capital de riesgo a largo plazo.

En este documento trataremos primero algunos aspectos teóricos sobre el mecanismo de underwriting, para analizar después su función económica y financiera, tanto bajo el punto de vista de la empresa como de todo el sistema económico. En un capítulo posterior, se presentará una descripción sobre los sistemas de underwriting empleados en otros países, así como una evaluación de los intentos de underwriting llevados a cabo en Colombia, analizando igualmente los problemas legales, jurídicos, tributarios y económicos que han impedido su desenvolvimiento.

En el capítulo subsiguiente, presentaremos un esquema y las bases de un mecanismo de underwriting para Colombia, terminando este documento con un resumen de conclusiones y recomendaciones.

II- Aspectos teóricos del mecanismo de underwriting

1. Intermediación financiera

De acuerdo con la teoría moderna, los intermediarios financieros cumplen una importante función de transformación entre la oferta y la demanda por recursos financieros y crédito⁽¹⁾. Así mismo, ellos son los encargados, en cualquier proceso económico, de absorber los superávit financieros de unos sectores para facilitárselos a aquéllos con déficit de recursos.

La función de transformación por parte de los intermediarios financieros descansa, a su vez, en las siguientes funciones derivativas, a saber:

A. Función de captación y concentración

Mediante ella, los intermediarios financieros movilizan los recursos necesarios para la financiación del proceso de industrialización y urbanización, fomentando las diferentes formas de ahorro personal e institucional.

Al llevar a cabo dicha función, los intermediarios financieros concentran y concertan, simultáneamente, la oferta y demanda por recursos. Así mismo, durante su desempeño,

¹ Ver: Gurley, John G., Shaw, Edward, "Money in a Theory of Finance". Washington 1964, y "Financial Intermediaries and the Saving - Investment Process, en: The Journal of Finance, Vol. LI, pp. 257-276, 1956.

ellos logran una función de concentración, al captar pequeños y medianos ahorros —del sector familias, primordialmente— para ponerlos a disposición del sector empresarial y público en magnitudes considerables y acordes con sus necesidades de financiación.

B. Función de transformación de riesgos

La experiencia en los países industriales ha demostrado, en forma evidente, que el desarrollo económico y social trae consigo, en la clase media del sector familiar, cierta aversión contra los riesgos inherentes a la actividad inversionista. No obstante, todo proceso dinámico de crecimiento económico requiere en proporciones adecuadas de capital de riesgo, porque el desarrollo de nuevas tecnologías, de nuevos sistemas de producción y la comercialización de inventos e innovaciones constituyen de por sí actividades azarosas. Ante la aversión creciente por el riesgo y la dificultad para los sectores familiares de diversificar adecuadamente su inversión, por carencia de una suma suficiente de ahorros, los intermediarios financieros vienen a cumplir esta importante función, ofreciéndole a su clientela la confianza y seguridad necesarias y, al mismo tiempo, poniendo a disposición de los empresarios y emprendedores los recursos financieros que requieren. En otras palabras, gracias a los intermediarios financieros, los ahorradores logran una satisfactoria estructura entre riesgo y azar.

Los intermediarios financieros no solamente disminuyen para los ahorradores los riesgos inherentes a actividades azarosas pero necesarias para el desarrollo, sino también los riesgos normales de una inversión, especialmente los relacionados con la solvencia, capacidad de pago, seriedad, etc., de los demandantes por crédito o participación de capital. Los riesgos comerciales son trasladados en buena parte del ahorrador al intermediario financiero.

C. Función de transformación de plazos

Todo sistema económico se encuentra, prácticamente, ante una antinomia respecto a la estructura de plazos. En efecto, mientras que el ahorrista desea que su inversión sea lo más líquida posible, el empresario o el sector público anhelan disponer de dichos recursos financieros durante el mayor tiempo posible por lo menos hasta que las inversiones con ellos financiadas lleguen a su período de rentabilidad adecuada. La función de los intermediarios financieros radica en solucionar esta discrepancia entre las diferentes preferencias de liquidez y la discrepancia de plazos.

Naturalmente, no todos los intermediarios financieros cumplen simultáneamente estas tres funciones básicas; algunos se limitan a una o dos, pero de todas formas al especializarse en ellas cumplen una importante labor en el mercado monetario y de capitales. Cabalmente, la ya mencionada e incongruente liquidez primaria o en ventanilla otorgada por muchas instituciones emisoras en Colombia, nos demuestra que todavía no hemos reconocido plenamente la función de los intermediarios financieros en lo que atañe a la transformación de plazos.

Sumando, *grossó modo*, los principales activos financieros en el mercado colombiano de capitales y distribuyéndolos de acuerdo con su grado de liquidez primaria hasta un año, de uno a diez años y, finalmente, sin liquidez primaria, tenemos la siguiente estructura: Cuadro 1.

Este cuadro revela claramente el exceso de liquidez primaria que poseen los activos financieros en Colombia, ya que casi el 60% de ellos tiene este atributo, pese a que gran parte de dichos títulos han sido emitidos nominalmente a largo plazo, pero a causa de los compromisos otorgados por las instituciones emisoras a instancias gubernamentales a través de los llamados fondos de sustentación, en la práctica son altamente líquidos, lo cual ha dificultado la formación de un verdadero mercado de recursos a largo plazo, constituyendo simultáneamente una política peligrosa al financiar inversiones a largo plazo con recursos a corto.

Cuadro 1

**ESTRUCTURA DE LIQUIDEZ - PRINCIPALES
ACTIVOS FINANCIEROS EN COLOMBIA**
Marzo 31 de 1974

Activos	Valor en circulación en miles \$	Participación Porcentual
a) Liquidez primaria hasta en un año.		
Cédulas hipotecarias, bonos de desarrollo económico, CAT, depósitos a término, depósitos de ahorro, depósitos y certificados en UPAC.	26.061.4	57.7%
b) Liquidez primaria de uno a diez años.		
Bonos corporaciones financieras, bonos empresas industriales.	2.691.8	5.9%
c) Sin liquidez primaria.		
Acciones sociedades anónimas.	16.450.3	36.4%
Totales	45.203.5	100.0%

Aunque en el documento presentado el año pasado(2) mencionamos dicha falla estructural, en éste queremos insistir sobre el particular por considerar que esta práctica de otorgar liquidez primaria, no permite el desarrollo de un eficiente mercado secundario, el cual ha sido ideado, precisamente, para exonerar a las instituciones emisoras de la necesidad de que garanticen liquidez en la fuente.

Igualmente, esta práctica impide el proceso de consolidación, o sea, la sustitución por parte del sector empresarial y público de compromisos a corto plazo por capital a largo plazo.

Esta debilidad estructural se refleja también en el caso colombiano al recurrir a las estadísticas internacionales, especialmente en la relación existente entre el valor bursátil de las acciones y bonos registrados en bolsa y el producto nacional bruto de un país, así como en aquella entre el valor bursátil y la moneda y cuasi-moneda. A continuación transcribimos algunas de estas relaciones: Cuadro 2.

Precisamente, uno de los mecanismos más importantes para lograr esta consolidación financiera en una economía lo constituyen las llamadas operaciones de underwriting, tal como se conocen en los países anglosajones, en su acepción más amplia, la colocación de valores de renta fija o variable emitidos por empresas privadas o por entidades estatales. Aunque el mecanismo de underwriting tiene su origen en los Estados Unidos, se practica en varios países europeos, en el Japón y en algunos países latinoamericanos.

En su definición más estricta, el "underwriting puede ser interpretado como la compra de una emisión de títulos-valores a un precio fijo y garantizado, con el propósito de vender esta emisión entre el público"(3).

² Ver: Pieschacón V., Camilo, "La Política Económica y el Mercado Bursátil", en: "El Mercado de Capitales en Colombia - Ahorro y Crédito", 1973, pp. 72-73.

³ Ver: Treadway, Peter, "The Feasibility of Creating an Underwriting Market - Making Fund in Panamá", en: Papers of the Capital Markets Development Program, Organization of American States, pág. 30, Washington 1974.

Según el análisis de Treadway —realizado para el caso panameño, pero el cual tiene una aplicación teórica general— el mecanismo de underwriting en un sistema financiero puede traer consigo una reducción importante en los costos de emisión para las empresas. Dicho autor parte de la premisa de que el costo de una nueva emisión de acciones puede desglosarse en dos elementos básicos, a saber, el costo del underwriting y el costo que para la empresa significa la rentabilidad esperada por el accionista, la cual, a su vez, depende de los dividendos esperados y de las eventuales ganancias o pérdidas de capital.

Cuadro 2

RELACIONES EN ALGUNOS PAISES ENTRE VALOR BURSATIL,
PRODUCTO NACIONAL BRUTO, MONEDA Y CUASI-MONEDA

País		Relación v/. bursátil acciones y bonos/PNB	Relación v/. bursátil moneda y cuasi- moneda
Canadá	(1972)	235.5%	585.7%
Estados Unidos	(1971)	84.7%	177.6%
Bélgica	(1971)	30.5%	51.3%
Holanda	(1971)	34.5%	97.1%
España	(1971)	61.2%	66.5%
Suecia	(1970)	53.8%	74.4%
Japón	(1971)	41.7%	48.8%
Unión Sudafricana	(1969)	102.7%	257.8%
Argentina	(1963)	12.3%	89.1%
Venezuela	(1965)	13.5%	61.2%
Israel	(1970)	21.0%	41.1%
COLOMBIA	(1972)	4.7%	19.1%

Fuente: U. Tun Wai and Hugh T. Patrick, "Stock and Bond Issues and Capital Markets in Less Developed Countries", pp. 314-317. En: International Monetary Fund Staff Papers, julio 1973.

En los gráficos 1 y 2, tomados de Treadway (4), DD y SS representan, respectivamente, las curvas de demanda y oferta total de nuevo capital en acciones para un determinado período de tiempo y suponiendo que no existe un mecanismo de underwriting. En el eje de las ordenadas R significa la rentabilidad, mientras que en el de las abcisas Q representa el volumen de la oferta y demanda por nuevas acciones (no se trata de la demanda y oferta en el mercado secundario).

Si la demanda por nuevas emisiones se incrementa, es posible que las empresas deseen emitir nuevas acciones a un precio determinado por acción. Consecuentemente, un incremento en la oferta puede implicar que los inversionistas deseen adquirir más acciones a un precio determinado por acción.

Al introducir un mecanismo de underwriting y de distribución, la reducción de los costos netos de emisión se refleja en el desplazamiento de DD hacia D₁ D₁, es decir, las empresas son inducidas a emitir más acciones, a cualquier nivel de rentabilidad, encontrándose, por lo tanto, un nuevo punto de equilibrio en R_c y Q_c.

Es lógico que el desplazamiento de la curva DD depende de la reducción efectiva en los costos de emisión inducida por el mecanismo de underwriting, así como de la elasticidad de las empresas respecto a dicha reducción de costos. Simultáneamente, Q_c y R_c dependen de la elasticidad de la oferta respecto a nuevo capital accionario.

En el gráfico 2, se presenta el caso en donde SS sea completamente inelástica, o sea, cuando las empresas no estarían en capacidad de participar en la reducción de sus costos de emisión, de tal manera que el inversionista percibiría todo el beneficio (R_c AO R₀) mediante una tasa más alta de rendimiento y Q₀ sería igual a Q_c.

⁴ Treadway, Peter, op. cit., pp. 31-35.

No obstante, la reacción más probable es la descrita en el gráfico 1, en donde SS no es completamente inelástica y en donde Q_c es mayor que Q_o , siendo la tasa de retorno R_c mayor que R_o , aunque no en la misma proporción que cuando SS es totalmente inelástica. Como tercera posibilidad tenemos el caso, poco probable, de que SS sea completamente elástica, situación en la cual R_c sería igual a R_o , alcanzando Q_c su mayor nivel y, por lo tanto, el beneficio recaería por completo en la empresa emisora.

En resumen, los beneficios provenientes de la reducción en los costos netos de emisión, a lo cual contribuyen los mecanismos de underwriting, se distribuyen de acuerdo con el grado de elasticidad de SS.

Por otra parte, los mecanismos de underwriting, a través de su red de distribución, contribuyen a incrementar el deseo de los inversionistas de adquirir nuevas emisiones de acciones, efecto de gran importancia en cualquier mercado de capitales y de valores, más aún si se toma en cuenta que, por lo general y como analizaremos posteriormente, los mecanismos de underwriting pueden combinarse con crédito para la adquisición a plazos de acciones.

Siempre y cuando DD no sea totalmente inelástica, como es el caso del gráfico 4, Q_p será mayor que Q_o y R_p menor que R_o .

Gráfico 1

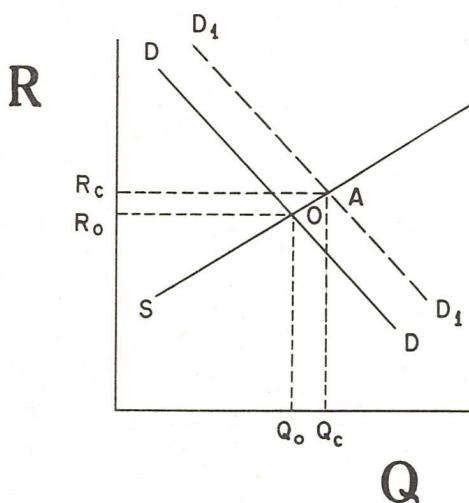


Gráfico 2

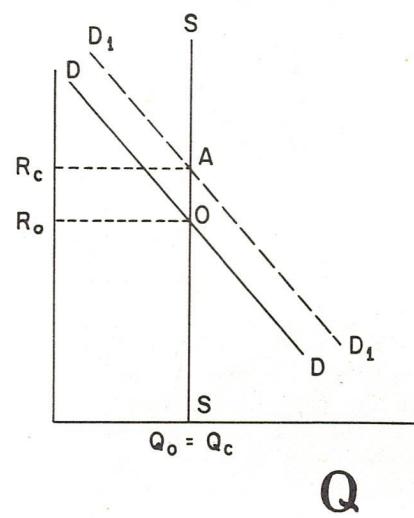


Gráfico 3

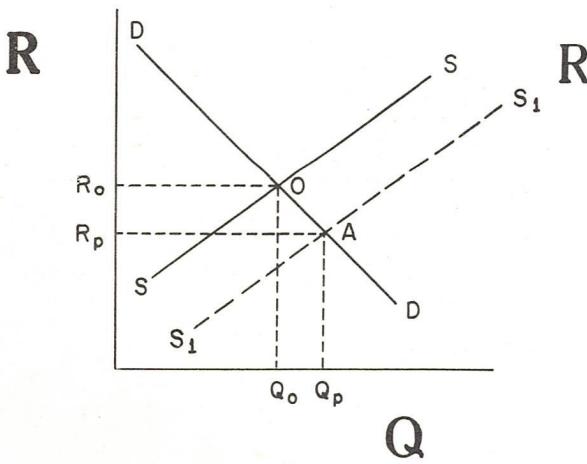
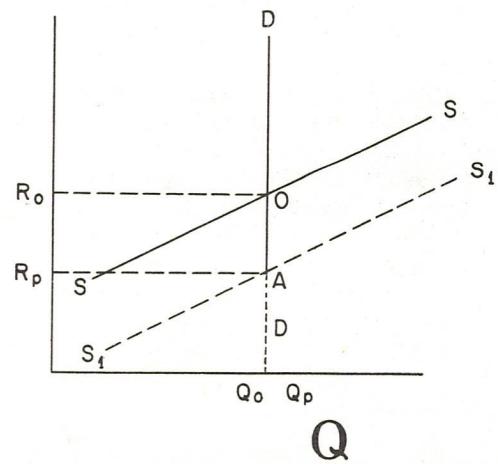


Gráfico 4



Treadway analiza también, en su modelo, los efectos de un mecanismo o fondo de estabilización para el mercado de acciones, el cual puede considerarse como un complemento del mecanismo de underwriting y cuya posibilidad reviste gran interés para el caso colombiano.

En efecto, tanto en los Estados Unidos como en muchos países europeos, los sindicatos de underwriting o los consorcios bancarios asumen el compromiso —especialmente cuando se trata de emisiones de bonos o valores de renta fija emitidos por sociedades anónimas—, de “cuidar” su cotización bursátil, función que no debe confundirse con nuestro sistema de fondos de sustentación. Los contratos de underwriting prevén, en estos casos, que los bancos de inversión o consorcios bancarios intervengan en el mercado, comprando y vendiendo, hasta por un porcentaje determinado de la emisión, con el fin de evitar cambios bruscos en las respectivas cotizaciones bursátiles. No se trata de ir contra la tendencia del mercado, como sucede con nuestros fondos, sino de evitar fluctuaciones muy fuertes, tal vez innecesarias.

III- Funciones económica y financiera del mecanismo de underwriting

Bajo el punto de vista del mercado de capitales en general, y del mercado de valores en particular, el mecanismo de underwriting cumple primordialmente la función ya anotada de transformación de plazos y de consolidación, requisito indispensable para la formación de un verdadero y eficiente mercado de capitales, o sea, de recursos a largo plazo. Por consiguiente, el mecanismo de underwriting puede considerarse como un sistema de financiación interina o puente financiero entre el mercado monetario y el de capitales.

Así, por ejemplo, en algunos países los consorcios bancarios otorgan muchas veces financiación a las sociedades anónimas, con el compromiso de que éstas, cuando la situación del mercado de valores sea favorable, rediman el préstamo bancario con una emisión de acciones, de bonos o de bonos convertibles(5).

Por otra parte, el mecanismo de underwriting permite a muchas empresas medianas y pequeñas tener acceso al mercado de valores, porque la garantía solidaria de los integrantes del sindicato, pool o consorcio, les confiere cierta “capacidad de emisión” que no tendrían si tratan de hacerlo directamente por su propia cuenta y riesgo.

Gracias a sus profundos conocimientos sobre la situación cambiante del mercado y al riesgo que ellos asumen, los bancos de inversión o consorcios bancarios cumplen también una importante función como instrumentos reguladores del mercado y como asesores profesionales y especializados de las empresas privadas y los organismos gubernamentales. Así mismo, su gran red de operación garantiza una colocación a nivel nacional de las emisiones efectuadas por sociedades locales o regionales, las cuales nunca lograrían por sí solas una distribución geográfica tan amplia de sus accionistas. Este factor, indudablemente, tiene efectos favorables tanto bajo el punto de vista económico —al diversificar geográficamente los tenedores de acciones—, como bajo el punto de vista social, al ofrecerle a los ahorradores e inversionistas de otras regiones o departamentos la oportunidad de invertir en empresas locales o regionales de buena rentabilidad. Estas mismas ventajas se pueden anotar cuando las operaciones de underwriting se llevan a cabo para colocar papeles de deuda pública.

De las consideraciones anteriores se desprende que los sindicatos de underwriting o consorcios bancarios suelen estar integrados por un apreciable número de firmas. En efecto, el consorcio bancario alemán que se encargó de vender al público las acciones de la Volkswagen estuvo integrado por 83 bancos, mientras que el encargado de colocar los bonos del gobierno alemán se compone de 81 bancos diferentes.

En octubre de 1972, un sindicato de underwriting integrado por 125 firmas colocó en los Estados Unidos una emisión de acciones por un valor total de US\$100.8 millones, es

5 Ver: Delorme, Hermann “Konsortial und Emissionsgeschäft”, págs. 35-39, Frankfurt, 1963.

decir, de \$2'620.8, lo cual demuestra claramente la capacidad y red de distribución de dicho mecanismo. Según estadísticas estadounidenses, el volumen de bonos y acciones colocadas a través del mecanismo de underwriting en dicho país pasó de US\$7 billones en promedio durante la primera mitad de los años sesenta, a US\$16 billones como precio anual durante el segundo lustro de dicha década, para llegar a una cifra de US\$37 billones en el año de 1971(6).

En total, durante el período 1960-69 las operaciones de underwriting en los Estados Unidos llegaron a un volumen de US\$114.4 billones; solamente en los diez primeros meses de 1972, el volumen de esta clase de operaciones ascendió a US\$31.4 billones, estando casi el 50% del mercado en manos de las diez principales firmas. Finalmente, en los Estados Unidos es frecuente la formación de sindicatos con 200 o más underwriters.

Por su cotidiana vinculación con el mercado, los underwriters llevan a cabo una importante función de asesoría empresarial al determinar el momento adecuado de la emisión y, lo que es más importante, sus condiciones respecto a rentabilidad y plazo, si se trata de bonos, o precio si se trata de acciones. Las negociaciones que anteceden a una emisión, sobre las condiciones, representan un factor de gran importancia económica y financiera; efectivamente, al asumir un riesgo en la suscripción de una emisión, los underwriters se ven obligados a auscultar profundamente la situación del mercado para minimizar sus posibilidades de pérdida y maximizar su chance de utilidad, mientras que la empresa emisora persigue un objetivo diametralmente opuesto al de sus underwriters. Pero precisamente estas negociaciones ejercen una función de arbitraje y compensación en el mercado de valores y, por ende, de capitales, introduciendo un factor importante de estabilización y evitando que se abuse o desperdicie, en un momento determinado, la capacidad de absorción del mercado. En otras palabras, el mecanismo de underwriting cumple a cabalidad, sin formalismos burocráticos ni dispendiosos, la función encomendada a muchas comisiones de valores de regular la oferta y demanda en el mercado de valores(7).

Naturalmente el mecanismo de underwriting cumple también una función estabilizadora en las cotizaciones bursátiles, tanto para las operaciones en efectivo como para los llamados "futuros" de acciones.

Bajo el punto de vista microeconómico, las ventajas del mecanismo de underwriting son muy claras. En primer lugar, la asesoría de los bancos de inversión o consorcios es muy útil para la empresa y la protege contra decisiones de emisión analizadas, tal vez, exclusivamente con criterios internos unilaterales que no contemplen la situación del mercado de valores. Es obvio que esto evite proyectos o programas de ensanche con fuentes de financiación incierta, los cuales, por lo tanto, pueden convertirse en una fuente de pérdidas para una empresa.

Así mismo, cuando la operación de underwriting se efectúa en firme, ella significa que el riesgo de colocación ha sido trasladado por completo al sindicato de underwriters y, por consiguiente, la empresa no estará abocada a posibles *impasses* de liquidez. Aunque el traslado de dicho riesgo represente un costo para la empresa, involucrado en el llamado "*spread*" o margen operacional para los underwriters, el costo de oportunidad de una inversión puede compensar con creces dicho margen, o sea, que de todos modos resulta más conveniente para la empresa llevar a cabo su inversión contando con la seguridad de poseer los recursos financieros necesarios que le suministra el pool de underwriters.

Como ya anotamos anteriormente, la red de distribución del mecanismo de underwriting constituye un elemento importante en la fuente de recursos para una empresa, logrando simultáneamente una estructura financiera más apropiada respecto a

⁶ Ver: Robertson, Wundham "The Underwriters Have to Offer Even More" en: Fortune, January 1973, pág. 116.

⁷ Ver: Bloch, Ernest, "Pricing a Corporate Bond Issue: A Look Behind the Scenes" en: Van Fenstermaker (Ed.) Readings in Financial Markets and Institutions, págs. 161-168 - New York, 1969.

los plazos de los recursos. Todos estos aspectos repercuten favorablemente en la capacidad competitiva de la empresa, así como en la producción y el empleo por ella generados.

Por último, bien conocido es en la investigación económica que el llamado efecto de "leverage" o sea, el aumento de la rentabilidad de la empresa al utilizar recursos externos de costo inferior a los recursos internos, se puede convertir en una especie de "bumerang" para ella en años de recesión económica, mermándose la rentabilidad de su capital propio y, por ende, su capacidad para distribuir dividendos, en una forma más acelerada que la disminución registrada en su rentabilidad total.

El mecanismo de underwriting constituye, indudablemente, un instrumento que le otorga mayor flexibilidad a las empresas para adaptar su estructura financiera a las cambiantes situaciones del ciclo económico acentuando, según el caso, la financiación con recursos externos o con emisión de acciones, logrando disminuir las repercusiones negativas del efecto "leverage".

A este respecto, la situación de la sociedad anónima colombiana encierra un peligro latente, porque de acuerdo con los estudios efectuados sobre el particular su estructura financiera es muy vulnerable; en efecto, el grado de descapitalización de la sociedad anónima en Colombia ha llegado hasta el extremo de que el capital pagado representa apenas del 19% del total del pasivo, frente a un 47% registrado en 1950, mientras que el rubro de acreedores a corto plazo asciende a un nivel del 48%⁽⁸⁾. Tal estructura implica que una situación coyuntural, aunque sea de ligera recesión, pueda significar para las sociedades anónimas una repercusión negativa y de gran impacto del efecto "leverage". Por tal razón parece aconsejable tomar las medidas conducentes para hacer viables, en nuestro sistema financiero, las operaciones de underwriting conforme a las sugerencias que presentaremos en un capítulo posterior.

IV- Mecanismos de colocación de valores en algunos países

1. Mercado primario de valores

Es conveniente recordar que una función fundamental de los mercados de valores es de carácter económico⁽⁹⁾, y consiste en canalizar el ahorro hacia inversiones productivas. Lo anterior se logra de diversas maneras, a través de instituciones e instrumentos que compiten en la captación del ahorro financiero y en la correspondiente asignación de tales recursos.

Cada vez que se suministran fondos a una unidad empresarial (productora de bienes o servicios) ya sea que vengan en forma directa o indirecta de los ahorradores, tiene lugar una inversión. Por el contrario, cuando se efectúan transacciones de valores (activos financieros) entre ahorradores o inversionistas, no se produce una inversión adicional de recursos. Definimos, por lo tanto, el mercado primario como el conjunto de operaciones en los cuales se colocan por primera vez entre los inversionistas los valores emitidos por las empresas —privadas o públicas—, o el Estado.

Las operaciones sobre valores en circulación constituyen el mercado secundario.

La colocación de valores y los mecanismos creados para tal fin, tienen su campo de actividad en el mercado primario, constituyendo por lo tanto, canales a través de los cuales se realiza el proceso ahorro-inversión en la economía.

⁸ Para más detalles ver: Pieschacón V., Camilo, "La Política Económica y el Mercado Bursátil" en: El Mercado de Capitales en Colombia, págs. 61-68, Bogotá, 1973.

⁹ Ver: De Oteyza, José Andrés, "Políticas de Fomento de los Mercados de Capitales", Banco Interamericano de Desarrollo, págs. 131 a 135, CEMLA, México, 1971.

Pieschacón V. Camilo, *Mercado de Capitales y Desarrollo Económico*, edición mimeografiada Bolsa de Bogotá 1972, págs. 8-12.

2. Esquema operacional del underwriting

El mecanismo de underwriting, como ya dijimos, cumple una función de intermediación en la colocación de valores entre la entidad emisora y los inversionistas adquirentes finales de los títulos.

En su forma básica, el underwriting supone la existencia de una institución financiera que adquiere directamente de la entidad emisora una emisión de valores (acciones o bonos, fundamentalmente) con el propósito de venderlos posteriormente entre el público. En la práctica se encuentran diversas instituciones que pueden desarrollar este tipo de actividades a la vez que se presentan sistemas alternativos para ejecutar la operación. A continuación describiremos brevemente el marco institucional, las operaciones activas y pasivas de los intermediarios, el marco legal y mecanismos de control del mercado de valores, así como los aspectos básicos de las operaciones de colocación de valores en algunos países —haciendo énfasis en los sistemas de los Estados Unidos y Brasil—.

3. Instituciones que realizan underwriting

A. La banca de inversión en Norteamérica

En los Estados Unidos, las instituciones financieras especializadas en realizar colocación de valores —underwriting— son los llamados “banqueros de inversión”. La Banca de inversión, tal como funciona en ese país, cumple el papel de colaborar con las empresas en la difícil tarea de conseguir recursos financieros(10). Dicha colaboración se dirige en dos sentidos fundamentales, a saber:

- a) Asesoría financiera
- b) Distribución de valores, en caso de emisión

La asesoría financiera se refiere a la evaluación de la fuente de financiamiento más adecuada en un momento determinado, según las condiciones del mercado de capitales y las características particulares de la empresa.

Según sea la gama de instrumentos financieros disponibles —muy amplia, por cierto, en Norteamérica— existirán alternativas más apropiadas en cada caso, así como métodos más convenientes de distribución. El buen banquero de inversión cuenta con una infraestructura técnica adecuada, posee un amplio conocimiento del mercado de capitales en que actúa, condiciones que le permiten asesorar con idoneidad a su cliente.

Algunas decisiones importantes en las cuales interviene el banquero de inversión se refieren a tasa de interés y plazo para una emisión de bonos, fijación del precio para un lanzamiento de acciones, determinación de la fecha más adecuada para realizar la emisión. Teóricamente pueden imaginarse múltiples alternativas, pero solamente unas pocas serán ventajosas tanto para la entidad emisora como para el inversionista.

Debido a su permanente contacto con las fuentes de recursos (inversionistas particulares e institucionales), el banquero de inversión puede conocer en un momento determinado cuáles características debe tener una emisión para que reciba aceptación en el mercado.

La otra actividad que desarrolla este tipo de intermediario financiero es la de underwriting o colocación de valores en el mercado primario, cuyas modalidades analizaremos más adelante.

B. Instituciones en Europa y Brasil

En algunos países europeos donde existen mercados de capitales importantes —Alemania, Francia, Italia, Suiza— los bancos comerciales son las instituciones que actúan

¹⁰ Para un completo análisis de la banca de inversión norteamericana, ver: Childs, John F., *Long Term Financing*, Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs, N. J., 1961, Capítulos VII y VIII.

en el mercado primario como colocador de emisiones⁽¹¹⁾; en Norteamérica actúan los banqueros de inversión — instituciones financieras que atienden las necesidades de recursos externos de las empresas — así como los corredores de bolsa y los distribuidores de valores. En el Brasil, están autorizados para realizar underwriting los bancos de inversión — entidades muy similares a las corporaciones financieras colombianas — las sociedades financieras y los corredores de bolsa. La diferencia fundamental entre el sistema europeo y el norteamericano es la intervención de los bancos comerciales en este tipo de operaciones, lo cual debe considerarse teniendo en cuenta la organización institucional de los sistemas financieros respectivos.

4. Operaciones activas y pasivas

Los "investment bankers" norteamericanos actúan básicamente en el mercado de valores, realizando underwriting de acciones, bonos, aceptaciones bancarias, y otros instrumentos de corto y mediano plazo. En este sentido, su función es de intermediación en la consecución de recursos financieros para las empresas. Igualmente, estas instituciones invierten por cuenta propia en valores, y prestan el servicio de mantener un mercado en ciertos papeles (*market making*).

Por último, otorgan crédito para adquisición de acciones, al público inversionista.

Las fuentes de recursos para sus actividades son, básicamente, capital propio y crédito de los bancos comerciales que en la actualidad puede llegar a ser de 20 veces el capital propio.

En el Brasil, los bancos de inversión tienen mayor amplitud en sus operaciones, tanto activas como pasivas.

Operaciones activas:

- a) Crédito para adquisición de activos fijos
- b) Crédito para capital de trabajo
- c) Prestación de servicios: asesoría financiera y jurídica a las empresas, underwriting, administración de carteras, fusiones y adquisiciones.

Operaciones pasivas:

- a) Captación de recursos mediante colocación de títulos en el mercado
- b) Captación a través de depósitos a término
- c) Líneas de crédito nacionales e internacionales

Como puede verificarse, existe una gran similitud entre los bancos de inversión brasileños y las corporaciones financieras de Colombia.

5. Legislación y vigilancia del mercado de valores

Los mercados de valores de países americanos y europeos desarrollan sus actividades dentro de esquemas normativos bastante específicos y bajo el control de entidades de vigilancia especializadas.

Las legislaciones comerciales reglamentan los diferentes tipos de empresas que se pueden constituir, en particular sociedades anónimas o corporaciones, en los aspectos relativos a derechos de los accionistas, requisitos para ofrecer públicamente acciones u obligaciones, negociación de títulos — valores, información al público sobre resultados de la empresa y responsabilidad de los administradores, entre otros.

Si bien el ordenamiento legal y normativo es fundamental, no lo es menos el control que debe ejercerse sobre el mercado de valores para asegurar que las normas establecidas se cumplan y aplicar las sanciones debidas cuando se presenten contravenciones.

¹¹ Ver: CEMLA, *Mercados de Capital en los países desarrollados*, México 1965, capítulos I a IX.

Para lograr una vigilancia adecuada sobre las empresas cuyas acciones u obligaciones se negocian en el mercado, sobre los intermediarios que en él actúan, las bolsas de valores y los mismos inversionistas, es evidente que se necesita una entidad especializada, técnicamente estructurada, que pueda actuar con la agilidad propia de los mercados financieros(12).

A. Las comisiones de valores

A partir de la creación en los Estados Unidos, de la Securities and Exchange Commission —SEC— (comisión de valores y mercados), en 1934, se ha desarrollado en ese país, lo que en la actualidad se considera el sistema de control más sofisticado sobre el mercado de valores.

La SEC es una entidad independiente, de carácter quasi-judicial, que representa al gobierno de los Estados Unidos. Se compone de cinco miembros y un director que designa el Presidente. El equipo técnico de la comisión incluye abogados, contadores, ingenieros, analistas financieros y economistas.

La SEC actúa dentro del marco establecido por las leyes sobre el mercado de valores, y tiene entre sus funciones las siguientes:

- a) Autorizar la oferta pública de valores emitidos por empresas o entidades domiciliadas en el país o en el exterior.
- b) Prescribir la forma y contenido de los estados financieros que deban presentar a la comisión las entidades que pretendan hacer oferta pública de valores, con el fin de ofrecer al inversionista una información completa que le permita conocer la situación financiera de la entidad emisora.
- c) Autorizar la publicidad y los prospectos de emisiones de títulos valores.
- d) Regular las actividades de las bolsas de valores. Estas labores de vigilancia y control sobre el mercado son complementadas por la tarea que desarrollan las Bolsas de Valores en relación con las empresas, los títulos-valores, y los intermediarios que actúan dentro de su radio de acción.

El esquema de control a través de una comisión de valores ha sido adoptado por varios países europeos, Canadá, México, Venezuela, Panamá y Perú. En otros casos se encuentran instituciones menos especializadas, que desempeñan algunas de las funciones que hemos descrito.

Inglaterra constituye una excepción, por cuanto no tiene un mecanismo de vigilancia formalmente establecido.

6. Tipología de las operaciones de underwriting

En la definición más rigurosa, una operación de underwriting es aquella en la cual la institución financiera colocadora (underwriter) adquiere las acciones o bonos para venderlos posteriormente al público, asumiendo todo el riesgo de mercado(13). Sin embargo, el término se usa también para designar otro tipo de lanzamientos en los cuales la institución financiera actúa como vendedor o distribuidor de valores, recayendo los riesgos de mercado en la empresa emisora. Veamos pues las modalidades básicas a que nos referimos y sus diferencias(14).

A. Lanzamiento "firme"

En este tipo de operaciones, el underwriter compra a la empresa la totalidad de la emisión a un determinado precio, con el fin de venderla al público a un precio superior. El

¹² Conclusiones de la "Primera Conferencia Interamericana de Comisiones de Valores", Septiembre de 1974, Caracas, Venezuela.

¹³ El riesgo de mercado surge por la posibilidad de que el precio de colocación efectivo de la emisión (ingreso del underwriter) resulte inferior al precio pagado a la empresa. La institución incurre en pérdida.

¹⁴ Instituto Brasileño de Mercado de Capitales, Conferencias Primer Curso Interamericano de Mercado de Capitales, Río de Janeiro, Brasil, 1973.

underwriter asume el riesgo de no poder vender los títulos realizando la utilidad proyectada, en caso de que cambien las condiciones del mercado, o aún de incurrir en pérdida si las circunstancias fueran muy desfavorables. La entidad emisora, por su parte, asegura el recibo de su dinero, en una fecha determinada, independientemente de la evolución positiva o negativa que pudiera experimentar el mercado con posterioridad a la formalización del contrato de colocación.

B. Lanzamiento "garantía de suscripción"

De acuerdo con esta modalidad, la emisión es ofrecida preferencialmente a los accionistas actuales de la empresa emisora, comprometiéndose el underwriter a comprar el excedente que no haya sido suscrito al finalizar el plazo establecido para tal efecto. El riesgo del underwriter disminuye con respecto al contrato "firme" en tanto que la empresa emisora mantiene la misma posición de seguridad.

C. Lanzamiento "mejor esfuerzo"

Cuando se trata de empresas pequeñas o nuevas que requieren capital, el underwriter no estará dispuesto a asumir el alto riesgo que pueda tener la colocación de tales valores. En estos casos, se utiliza un contrato tipo "mejor esfuerzo"; bajo esta modalidad, el underwriter trata de vender la mayor parte de la emisión, pero no garantiza a la entidad emisora los resultados de la operación. Cualquier excedente que no logre venderse, después de haber desarrollado el mejor esfuerzo, será devuelto a la entidad emisora. Claramente, bajo esta modalidad es la empresa quien asume todo el riesgo de mercado; el underwriter actúa simplemente en su calidad de vendedor o distribuidor de valores.

D. Lanzamiento "todo o nada"

Bajo esta modalidad, el underwriter trata de obtener promesas de suscripción entre sus clientes inversionistas para determinar si es posible colocar toda la emisión o un porcentaje elevado de ésta. En caso de lograrse un adecuado volumen de ofertas para suscribir, tiene lugar la emisión; de lo contrario, esta no se realiza.

Como puede observarse, los tipos de underwriting descritos difieren básicamente en cuanto al riesgo que la institución financiera asume en la operación, así como en los recursos de que debe disponer para llevar a cabo la colocación. La modalidad de "firme" es la que involucra un mayor riesgo para el underwriter, a la vez que requiere capacidad financiera para comprar la emisión a la empresa. Los lanzamientos de tipo "garantía de suscripción" constituyen una modalidad intermedia a términos de riesgo-compromisos financieros y, finalmente, las operaciones "mejor esfuerzo" eliminan el riesgo a la vez que no implican dedicación de recursos financieros por parte del underwriter.

La selección del tipo de colocación que debe utilizarse, es el resultado de un análisis detallado de la empresa y la coyuntura del mercado de valores, que debe ser llevado a cabo por el underwriter.

7. Costos de una operación de underwriting

En la práctica se conocen dos criterios para determinar el costo de una operación de underwriting para la empresa emisora:

- a) En las colocaciones de tipo "firme", este costo viene dado por la diferencia (spread) entre el precio de compra para el underwriter y el precio a que éste logre vender la emisión entre los inversionistas. Este sistema es ampliamente utilizado en los Estados Unidos, y la magnitud de la comisión varía de acuerdo a la clase de valor, la entidad emisora y la cantidad total comprendida en la venta. En términos generales, las comisiones sobre bonos son menores que las cobradas sobre acciones, por cuanto los bonos son colocados entre instituciones financieras y grandes inversionistas particulares, lo que permite reducir los costos de venta; las acciones, que en ese país se distribuyen ampliamente entre miles de inversionistas y en pequeñas cantidades, impli-

can un mayor esfuerzo de ventas y consiguientemente resultan costos más elevados. Las comisiones son menores cuando se trata de empresas muy conocidas, y aumentan en el caso de empresas para las cuales resulta más difícil la promoción de sus valores.

Otro factor determinante de los costos de underwriting es el valor total de la emisión. En general, cuanto más grande sea la emisión, menor será la comisión porcentual que resulte. Esto último por cuanto existen algunos costos fijos que se diluyen proporcionalmente al monto total.

- b) Cuando el lanzamiento asume otra modalidad diferente (mejor esfuerzo, garantía de suscripción), el costo para la empresa puede establecerse como un porcentaje del valor de la emisión.

Un último factor que influye en el costo de la operación es la calidad de la institución que realiza el underwriting. En efecto, tanto en los Estados Unidos como en el Brasil, existen varios tipos de instituciones financieras autorizadas para efectuar operaciones de colocación de valores; en general, las instituciones de mayor tamaño e importancia están en condiciones de ofrecer costos relativamente menores que aquellas cuyo nivel operativo es más reducido.

En forma sintética, podemos mencionar los siguientes componentes del costo total de una operación de underwriting:

- Costo de garantía: se establece en función del valor correspondiente al número de acciones u obligaciones cuya suscripción está siendo garantizada.
- Comisión de ventas: se cobra en forma de porcentaje sobre las acciones que resulten efectivamente vendidas.
- Gastos de estudios: son variables, de acuerdo al tamaño de la emisión y su complejidad.
- Gastos de publicidad: variable de acuerdo a las características de la emisión, se dividen en publicidad institucional y promocional.

Según la revista Fortune(15), en el período de 1968-1972, las comisiones cobradas por los underwriters a las empresas emisoras fluctuaron entre 4% y 6%, para emisiones superiores a US\$10 millones. Según esta misma publicación, la fuerte competencia que se ha desarrollado en este tipo de intermediación, ha sido factor fundamental para mantener en niveles bajos los costos correspondientes. Debe aclararse, entretanto, que para emisiones de volumen inferior, los costos de underwriting pueden llegar hasta un 18.5%. El siguiente cuadro es ilustrativo de tal situación:

Cuadro 3

COSTOS DE UNDERWRITING EN LOS ESTADOS UNIDOS
(expresados como porcentajes de los ingresos brutos de la emisión)

Tamaño de la Emisión (millones de dólares)	Bonos	Acciones Preferenciales	Acciones Comunes
menos de 0.5	—	16.0	18.5
0.5 - 0.9	11.5	11.1	14.6
1.0 - 1.9	8.2	11.4	11.6
2.0 - 4.9	3.8	6.1	9.1
5.0 - 9.9	1.8	1.6	7.6
10.0 - 19.9	1.5	1.8	6.9
20.0 - 49.9	1.4	3.1	5.6
50.0 - en adelante	1.2	2.0	2.6

Fuente: Securities and Exchange Commission, informes junio de 1957 y marzo de 1970.

Como puede observarse, los costos sobre emisiones de bonos son siempre inferiores a los de acciones comunes y generalmente menores que los de acciones preferenciales.

¹⁵ Robertson, Wundham, op. cit., pág. 119.

Con el fin de poder establecer algunas comparaciones, presentamos también los datos relativos a costos de underwriting en el Brasil, en forma discriminada según el tipo de lanzamiento y la clase de institución financiera que lo realiza.

Cuadro 4

COSTOS DE UNDERWRITING EN EL BRASIL

Tipo de lanzamiento	Tasa de garantía	Tasa de colocación	Otros	Total 1972	Total 1973
a) Firme					
1) Bancos de inversión	5.06	3.29	0.70	9.05	7.57
2) Sociedades financieras	—	—	—	—	—
3) Corredores de bolsa	7.23	6.60	2.00	15.83	—
b) Garantía de suscripción					
1) Bancos de inversión	3.12'	4.60	1.60	9.32	6.86
2) Sociedades financieras	3.70	—	—	3.70	—
3) Corredores de bolsa	4.93	3.50	1.30	9.73	15.0
c) Mejor Esfuerzo					
1) Bancos de inversión	—	0.92	2.50	3.42	5.87
2) Sociedades financieras	—	—	—	—	10.0
3) Corredores de bolsa	—	9.37	3.67	13.04	6.22
PROMEDIO				9.16	8.29

Fuente: Banco Central do Brasil, Relatorio anual 1972 - 1973.

Los datos contenidos en este cuadro permiten identificar más claramente los diversos factores determinantes del costo final del underwriting para la empresa. En primer lugar la elevación del costo en proporción al riesgo involucrado se verifica al considerar que la tasa total para lanzamientos en firme fue sensiblemente superior que la correspondiente a operaciones tipo mejor esfuerzo, ya que en estas últimas el underwriter no asume responsabilidad alguna para las acciones no colocadas.

Otro hecho que se refleja es la diferencia de costos según el tamaño de la entidad que realiza la operación; los bancos de inversión, que son instituciones cuyo tamaño promedio excede en muchas veces al de las sociedades corredoras de bolsa, están en condiciones de ofrecer costos de intermediación sustancialmente menores.

Finalmente, se nota una reducción de los costos de underwriting, lo que en un mercado de valores en proceso de desarrollo (como lo es el brasilerio a partir de 1964) parece indicar un aumento de la eficiencia operacional del mismo.

8. Aspectos operacionales de un lanzamiento

Con el fin de tener una idea general acerca del tipo de problemas que deben ser resueltos al efectuar un lanzamiento —especialmente si se trata de acciones, cuya complejidad es mayor— presentamos en forma esquemática la secuencia a seguir:

A. Condiciones previas necesarias

- a) Clima de confianza en el desempeño de la economía
- b) Estabilidad política
- c) Mercado secundario activo
- d) Motivación para oferta y demanda de nuevos títulos

B. Contacto del underwriter con la empresa

- a) Estudio de factibilidad de la operación
- b) Elaboración del prospecto de emisión
- c) Discusión del precio y las condiciones del lanzamiento
- d) Determinación del costo de la operación

C. Planeación del lanzamiento

- a) Requisitos legales
- b) Campaña promocional
- c) Realización de asamblea de accionistas
- d) Autorización legal para la emisión

D. Formación del consorcio de colocación

- a) Selección de los canales de distribución
- b) Control del lanzamiento

E. Lanzamiento**F. Mantenimiento de liquidez en el mercado secundario (Bolsa)****G. Relaciones entre la empresa y sus accionistas**

- a) Eficiencia en el departamento de accionistas
- b) Información periódica sobre la marcha de los negocios
- c) Política de dividendos

A través de este breve esquema se observa la variedad de aspectos que deben ser analizados y resueltos por el underwriter para culminar con éxito una colocación de valores. Las condiciones previas necesarias determinan, básicamente, la oportunidad de hacer el lanzamiento en un momento dado; se trata de variables exógenas a la empresa emisora, cuya incidencia en la viabilidad de un lanzamiento es fundamental.

El siguiente paso consiste en estudiar las necesidades financieras de la empresa y la fuente de recursos a la cual se piensa acudir (acciones, bonos, bonos convertibles), con el fin de establecer la factibilidad de tal emisión. En este punto se requiere un amplio conocimiento del mercado, pues debe determinarse la demanda potencial que existiría para el título, el precio al cual podría colocarse, la tasa de interés efectiva si se trata de bonos, etc. El precio que espera obtener la empresa es algo a lo cual debe llegarse de acuerdo con el underwriter, basándose para ello en los estudios que éste ha realizado. Lógicamente, el precio acordado determinará el costo de esta fuente de recursos para la empresa.

Terminada esta etapa; y una vez definida la viabilidad del lanzamiento, es necesario preparar el prospecto de emisión, documento informativo que se convierte en la base de la promoción y ejecución del lanzamiento. Este prospecto ha sido reglamentado en cuanto a su contenido y técnica de elaboración en la mayor parte de los países donde la oferta pública de valores está consagrada en la legislación comercial. Los Estados Unidos, a través de la Securities and Exchange Commission (SEC) y la Argentina, por intermedio de la Comisión Nacional de Valores, se destacan por sus normas sobre elaboración del prospecto.

Este documento busca destacar, en la forma más amplia posible, todos los aspectos relativos a la empresa, sus oportunidades en el sector de actividad económica en que opera, sus resultados financieros pasados y las proyecciones futuras, en forma tal que los inversionistas potenciales puedan formarse una idea clara y objetiva sobre las posibilidades que ofrece la inversión en esa empresa.

9. Mercadeo de una emisión: consorcio de underwriting y distribución

Para finalizar este breve recuento sobre el funcionamiento de los mecanismos de colocación de valores, nos referimos a la forma usual como se lleva a cabo la distribución de los títulos. Normalmente, a menos que se trate de una emisión muy reducida, se reúnen varias instituciones financieras para formar un consorcio o sindicato de colocación(16). En el contrato de constitución del consorcio, se establece la participación de cada una de las entidades que intervienen en la emisión motivo de la operación; según la modalidad adoptada, se definen las cuantías cuya suscripción es garantizada por cada entidad miembro del consorcio. Una de las instituciones se constituye líder del grupo —o administradora del consorcio— cabiéndole la responsabilidad de realizar todos los estudios y gestiones necesarias conjuntamente con la empresa emisora.

La formación de consorcios tiene la ventaja de que se disminuye el compromiso de recursos de cada underwriter, a la vez que se reduce el riesgo asumido por cada institución.

Los miembros del consorcio tienen sus canales de venta para realizar la promoción del lanzamiento; su remuneración es convenida con la institución líder —que recibe la comisión de la empresa— y se compone básicamente de una comisión por garantía y una comisión por ventas, proporcionales a la participación que tengan dentro de la operación.

En la práctica, los consorcios permiten disponer de una estructura de ventas para la distribución de valores, que una empresa no estaría en condiciones de conseguir por sí sola.

De esta manera, es posible lograr dos condiciones claves de un buen lanzamiento:

- a) Colocación rápida de un porcentaje elevado de la emisión, a un precio conveniente.
- b) "Pulverización" de la emisión, difundiéndola entre el mayor número posible de inversionistas, para garantizar posteriormente buena liquidez del papel en el mercado secundario.

V- Mecanismos de colocación de valores privados en Colombia

Hace ya 45 años, a partir de la creación de la Bolsa de Bogotá, se establecieron las bases para un mercado de valores públicos y privados en Colombia. La evolución del mercado de valores en las primeras décadas de existencia de la Bolsa permitió la creación de sociedades anónimas con amplia participación de accionistas, empresas que a través de los años han llegado a ocupar lugar predominante en los diferentes sectores de actividad económica. La acción, como activo financiero, ha sido un instrumento de captación de recursos frecuentemente utilizado en este período de industrialización del país. A través de la oferta al público de las acciones de empresas industriales, bancos, compañías de seguros, se fueron vinculando gran número de capitales medianos y pequeños, conformándose núcleos de accionistas relativamente amplios en comparación con otros países latinoamericanos.

Puede afirmarse que este sistema de asociación de capitales permitió cambiar la estructura familiar de muchas empresas, cuya propiedad se difundió por fuera de ese núcleo empresarial que les dio origen.

El anexo 1 presenta información relativa a las empresas inscritas en la Bolsa de Bogotá, cuyo número de accionistas es superior a 500.

Como puede observarse, existe un grupo de empresas con más de 500 accionistas, que pueden considerarse de tipo abierto, inclusive de acuerdo a estándares latinoamericanos(17).

¹⁶ Childs, John F. op. cit., caps. VII y VIII.

¹⁷ La ley brasilera sobre sociedades de capital abierto exige un mínimo de 500 accionistas.

El mercado de acciones no ha logrado, sin embargo, un desarrollo acorde con el crecimiento industrial del país, y hoy se observa con preocupación un resurgimiento de empresas grandes, cuya estructura de propiedad es típicamente cerrada.

En documentos anteriores(18), presentados a la V Reunión de Bolsas y Mercados de Valores de América (1972), a la X Asamblea Nacional Bancaria (1972) y al Simposio sobre Ahorro y Crédito (1973), la Bolsa de Bogotá ha tratado con profundidad los problemas afrontados por el mercado bursátil y los efectos que sobre tal mercado ha tenido la política económica gubernamental.

Los estudios a que nos referimos han revelado dificultades de orden institucional, económico, tributario y aún legal, que han impedido un crecimiento del mercado de valores más acorde con las necesidades de recursos que demanda el desarrollo industrial del país. Entre las conclusiones más importantes, se destaca la conveniencia de fomentar el mercado primario de valores, creando los mecanismos adecuados para facilitar la emisión de acciones y bonos de empresas que por su rentabilidad y perspectivas resultarían atractivas para los inversionistas y que hasta el presente han tenido un acceso muy limitado al mercado de capitales.

1. Actividades de colocación de valores por parte de las corporaciones financieras

En el desarrollo institucional del sistema financiero colombiano, la creación de las corporaciones financieras constituye un paso fundamental en el sentido de proveer a la naciente industria recursos a mediano y largo plazo. Dentro de las operaciones para las cuales fueron explícitamente autorizadas mediante el decreto-ley 2369 de 1960 figuran las de colocación de valores emitidos por otras empresas. En efecto, el artículo 3º. del mencionado decreto, en su parágrafo 3º. las autoriza para... "Colocar, mediante comisión, obligaciones emitidas por terceros, pudiendo o no garantizar la colocación del total o de una parte de la emisión. También podrá tomar la totalidad o una parte de la emisión para colocarla por su cuenta y riesgo"... y en el parágrafo 5º. del mismo artículo, se faculta a las corporaciones para... "adquirir y negociar toda clase de valores mobiliarios emitidos por empresas manufactureras, agropecuarias o mineras...".

En esta forma, las actividades de creación y promoción de empresas, y de otorgamiento de crédito, fueron complementadas desde un principio con las de underwriting.

Hasta ese momento no existía en el país ninguna institución financiera capacitada legalmente para servir de intermediario en la colocación de valores en el mercado primario, circunstancia que obligaba a las empresas a hacerlo directamente cuando requerían ampliar su capital.

¿Cuál ha sido la experiencia de las corporaciones en sus actividades de underwriting? Para responder a esta pregunta, se llevó a cabo una rápida investigación dentro de aquellas corporaciones sobre las cuales había información preliminar, que indicaba su actuación en este campo(19).

Para el efecto fueron seleccionadas las corporaciones: Colombiana, Nacional, de Caldas, del Valle y del Norte, muestra que puede considerarse representativa de las corporaciones financieras privadas.

A través de conversaciones con ejecutivos de cada una de las entidades mencionadas, fue posible obtener información básica sobre los contratos de colocación realizados, así como opiniones más amplias acerca de la manera como llevaron a cabo este tipo de operaciones y los problemas a que se vieron enfrentados.

¹⁸ Ver: Pieschacón V., Camilo, *Mercado de Capitales y Desarrollo Económico*, edición mimeografiada Bolsa de Bogotá, 1972. Del mismo autor, *La Política Económica y el Mercado Bursátil*, publicado en *Mercado de Capitales - Ahorro y Crédito*, Asociación Bancaria y Banco de la República, editores 1974.

¹⁹ Ver: Franco Holguín, Jorge y William A. Prendergast, Informe sobre Captación de Recursos para las Corporaciones Financieras Colombianas, 1969.

En el cuadro 5 se presenta la información estadística suministrada por las instituciones consultadas.

Cuadro 5

CONTRATOS DE COLOCACION DE ACCIONES

(Cifras en millones de \$)

1.- Corporación Financiera Colombiana (C. F. C.)

Empresa	Fecha contrato	Valor emisión	Valor colocado	Retención por C. F. C.	Comisión cobrada
\$					
Abonos Colombianos, S. A.	Jul /62	18.0	11.86	6.14	1% del valor nominal
Ind. Ganadera Colombiana, S. A.	Jul /62	12.0	4.5	n.d.	4% del precio de venta
*Forjas de Colombia, S. A.	Nov/62	5.0	n.d.	n.d.	7% del valor total emitido.
Cales y Cementos de Toluviejo	Jun/63	3.3	n.d.	n.d.	
**Prohoteles	Jul /64	22.2	3.9	18.3	7% del valor t. emitido
	Mar/69	8.6	4.4	1.5	7% del valor t. emitido
TOTAL		69.1			

*Consorcio de emisión con Corporación Financiera Nacional y Corporación Financiera Internacional.

**Consorcio de emisión con Corporación Financiera del Valle y Corporación Financiera Internacional.

2.- Corporación Financiera de Caldas

Empresa	Año emisión	Valor emisión	Valor año1	Colocado año2	año3
Aceites del Tolima, S. A.	1965	4.1	2.1	2.0	
Cia. Minera Atlas, S. A.	1965	0.3	0.26	0.04	
Productos Metalizados, S. A.	1965	2.0	0.48	1.52	
Química Suramericana, S. A.	1965	4.6	2.4	1.0	1.2
	1967	1.9	0.4	1.5	
	1969	1.3	0.8	0.5	
Fibras Acrílicas	1968	2.8	2.6	0.2	
TOTAL		19.1			

- 3.- Corporación Financiera del Valle: participó en el consorcio de emisión de acciones de Prohoteles, conjuntamente con C. F. C. y C. F. I.
- 4.- Corporación Financiera Nacional: hizo una colocación privada de acciones de Enka de Colombia, S. A.
- 5.- Corporación Financiera del Norte: no ha tenido experiencia en este tipo de actividades; en la actualidad está intentando una colocación.

Los contratos de colocación para estas cinco corporaciones, entre 1962 y 1973, no superan \$90 millones; podemos estimar que si se incluyen otras operaciones no investigadas el volumen para todas las corporaciones financieras privadas llega a unos \$120 millones. Esta cifra es, por sí sola, indicativa de la poca importancia que las actividades de colocación de valores han tenido dentro del conjunto de las operaciones de estos intermediarios financieros. Vale la pena, sin embargo, resaltar ciertas características comunes a estas emisiones, pues a través de ellas pueden descubrirse fallas y sugerirse enfoques alternativos.

- A. Tipos de empresas: en casi la totalidad de los contratos de colocación, se trataba de empresas en etapa de promoción o montaje, en las cuales la corporación respectiva tenía ya una participación de capital. La oferta de acciones se basaba, por lo tanto, en las proyecciones de los estudios de factibilidad, indicándose una rentabilidad del proyecto a mediano plazo.
- B. Modalidades del contrato: la mayor parte de los lanzamientos se hicieron sobre base "firme" o "garantía de suscripción". Algunas operaciones tuvieron carácter de colocación privada, buscándose la vinculación de inversionistas relativamente grandes.
- C. Esquema de distribución: las ventas fueron realizadas directamente por las corporaciones, sin colaboración de otros agentes y con un carácter bastante regional.
- D. Material informativo: sólo en algunos casos se prepararon prospectos para información del público, muy sintéticos y poco ilustrativos de las perspectivas reales del proyecto y el riesgo involucrado.
- E. Plazo del contrato: los contratos se estipularon por períodos de 12 a 18 meses, pero en algunos casos se prorrogaron por un año adicional.
- F. Liquidez en el mercado secundario: las acciones ofrecidas no tuvieron posteriormente liquidez en el mercado secundario, excepto en uno de los casos, en el cual la empresa fue inscrita en la Bolsa de Valores.

2. Análisis de la experiencia de las corporaciones financieras

Las informaciones suministradas por las corporaciones, en relación con los contratos de colocación, resultaron muy valiosas para fines de evaluación.

A.- El primer aspecto sobresaliente se refiere al tipo de empresas seleccionadas para realizar el lanzamiento de las acciones; como apuntamos, se trataba de proyectos industriales que estaban siendo promovidos por las corporaciones, o de empresas en etapa de montaje. Indudablemente, este tipo de inversiones conlleva un riesgo elevado, circunstancia que dificulta la colocación de sus acciones en un mercado de capitales poco desarrollado.

Los obstáculos de diversa índole que encuentran la promoción de nuevas industrias en nuestro país, hace particularmente difícil la elaboración de proyectos ajustados a las circunstancias futuras en las cuales serán implementados.

Este problema a que nos referimos, explica el porqué la mayoría de las empresas para las cuales se hizo contrato de colocación, sufrieron modificaciones significativas en su ejecución, con respecto al proyecto que sirvió de base para la promoción de sus acciones. De las once empresas sobre las cuales aparece información, dos fueron liquidadas y una se encuentra en estado preoperativo, esta última después de 5 años de haber sido colocadas sus acciones.

Aparentemente, se trató de llevar la actividad de promoción industrial simultáneamente con la apertura de capital de esas empresas jóvenes, introduciéndose así un alto riesgo en la correspondiente inversión.

A nuestro juicio, es necesario distinguir las fases características de evolución de una empresa, para determinar en qué momento es conveniente abrir al público la sociedad, facilitándole su acceso al mercado de capitales.

En la etapa inicial, de promoción y puesta en marcha, resulta más adecuada una financiación por el grupo empresario (que generalmente es de pocas personas) con el apoyo de la entidad de fomento; cuando el proyecto es una realidad, pueden satisfacerse las necesidades de capital mediante aumento de la inversión del grupo promotor o vinculación de otros inversionistas, según la magnitud de los recursos requeridos. Pasados los primeros años, y una vez que los resultados económicos de la empresa han sido demostrados, es oportuno "hacer pública" la empresa, a través de un proceso técnicamente conducido del lanzamiento de sus acciones.

B.- En conexión con el punto anterior, es interesante observar cómo las modalidades más utilizadas en los contratos de colocación fueron de tipo firme o garantía de suscripción. Si tenemos en cuenta que se trataba de empresas en etapa de promoción o puesta en marcha, resulta contrario a las prácticas de otros países, donde los underwriters prefieren en tales casos los lanzamientos sobre la base del mejor esfuerzo

de ventas. Lógicamente, cuando se trata de una empresa con suficiente trayectoria y un desempeño satisfactorio, el riesgo de una operación de underwriting disminuye y es posible para el banco de inversión garantizar —total o parcialmente— la emisión.

C.- Las actividades de promoción y venta de los valores fueron realizadas por las Corporaciones que intervenían en las colocaciones, sin que se utilizaran otros canales de distribución adicionales. Este sistema resulta apto para colocaciones privadas, entre un número relativamente pequeño de inversionistas; sin embargo, para emisiones de volúmenes mayores, se hace indispensable disponer de un esquema de distribución que permita una rápida colocación entre un amplio número de inversionistas.

D.- Los prospectos de emisión no presentan el contenido deseable, si tomamos como referencia las prácticas de otros países donde este tipo de operaciones son frecuentemente utilizadas. Como explicaremos más adelante, creemos que se hace necesaria una reglamentación básica sobre este punto, dada la importancia que la información tiene en la promoción de acciones.

E.- La falta de liquidez en el mercado secundario constituye un grave obstáculo para la ampliación del mercado primario de acciones u obligaciones de empresas.

Los inversionistas, por razones lógicas, le asignan una importancia grande a las perspectivas de liquidez de su inversión. La inscripción de los títulos objeto del contrato de underwriting en una Bolsa de Valores, conjuntamente con una distribución de la emisión en la forma más amplia posible, son condiciones básicas para que el mercado secundario ofrezca liquidez a las nuevas emisiones.

F.-Finalmente, la falta de recursos financieros que pudieran utilizar las Corporaciones para esta clase de operaciones, restringió notablemente su capacidad efectiva de acción. Así mismo, del lado de los inversionistas, la inexistencia del crédito para adquisición de acciones constituyó tal vez otro obstáculo para una rápida colocación de las emisiones. En este sentido, sería aconsejable estudiar la posibilidad de establecer las operaciones con "margen", ampliamente utilizadas en otros países.

VI- Esquema de un mecanismo para Colombia

El capítulo anterior permitió evaluar, en términos generales, los intentos de colocación de valores llevados a cabo por las corporaciones financieras privadas en Colombia. Las cifras totales indican que hasta el presente, la intermediación de las corporaciones en el mercado de capitales ha sido muy reducida.

Hemos analizado, brevemente, los aspectos más sobresalientes de las colocaciones realizadas, lo cual nos permite detectar posibles errores de enfoque.

Estamos, por lo tanto, en condiciones de sugerir modificaciones tendientes a establecer las bases para un mecanismo efectivo de underwriting, que contribuya a la creación de un verdadero mercado de capitales en nuestro país.

1. *Instituciones financieras underwriters*

Una de las primeras conclusiones lógicas, que se desprenden del análisis sobre la experiencia colombiana en este tipo de operaciones, y de su comparación con los esquemas de otros países, es la imposibilidad de que las corporaciones financieras puedan desarrollar por sí solas una labor ambiciosa de underwriting.

Varias razones fundamentan esta apreciación, destacándose las siguientes: su estructura operacional, que está orientada hacia actividades de crédito, con un número de clientes relativamente reducido; la condición regional de la mayor parte de estas instituciones y la ausencia de un esquema de promoción y venta de valores. Estas circunstancias establecen una clara limitación para la implementación de operaciones de underwriting, por cuanto no se dispone de una red de promoción y distribución, con amplio alcance geográfico y socio-económico.

Las corporaciones ya experimentaron esa limitación, en la mayoría de los intentos de underwriting que hicieron, tanto en lo relacionado con el carácter regional de las empresas, como en la dificultad de llevar a cabo una rápida colocación de la emisión.

Para superar este obstáculo institucional, creemos necesario extender la autorización legal a los bancos comerciales, las compañías de seguros, corredores de bolsa y otros in-

termediarios financieros que reúnan ciertas condiciones, con el fin de que puedan realizar o participar en operaciones de colocación de valores.

La inclusión de los bancos⁽²⁰⁾ en el esquema de underwriting posibilitaría la utilización de la más vasta red nacional de acceso al público. En efecto, la banca privada cuenta con infraestructura básica en ese sentido, la cual, complementada por las oficinas de corporaciones, compañías de seguros, corredores de bolsa, tendría un alcance extraordinario.

A. Niveles de participación - Formación de consorcios

Possiblemente no todas las instituciones que sugerimos estarían en condiciones de participar en igual forma de una actividad de underwriting, al menos en la etapa inicial. A nuestro modo de ver, teniendo en cuenta la estructura técnica y operacional de las corporaciones y su capacidad financiera, tales entidades podrían liderar los consorcios de emisión, realizando todos los estudios y perfeccionando en sus aspectos técnicos las operaciones de lanzamiento. Los bancos, a través de secciones de inversión —o quizás a través de sus fiduciarias— podrían al igual que las corporaciones liderar o coliderar sindicatos de emisión. Quizás sea necesaria una especialización mayor de sus departamentos de análisis de crédito hacia la evaluación de riesgos con criterios de inversión, pues este campo no ha sido desarrollado por estar los bancos expresamente impedidos por la ley para invertir en otras empresas.

Las compañías de seguros participarían igualmente, en condición de líderes, aprovechando para ello su experiencia en el campo de inversiones y administración de cartera. Las firmas de corredores, miembros de las bolsas, tendrían la opción de formar parte del grupo líder del sindicato.

En cuanto al esquema de distribución, aspecto que representaría una innovación en nuestro mercado de capitales, podría estar conformado por todos los intermediarios financieros a que hemos hecho referencia. Por su conocimiento del público inversionista, los corredores de bolsa estarían llamados a desempeñar un papel importante en la venta de valores emitidos por empresas no tradicionales en el mercado bursátil así como nuevas emisiones de compañías tradicionales.

2. Recursos financieros

Las operaciones de underwriting requieren capacidad financiera por parte de la institución intermediaria especialmente cuando la modalidad utilizada implica garantía total o parcial de suscripción.

Este fue, en concepto de algunos de los ejecutivos de corporaciones financieras entrevistados, uno de los obstáculos encontrados para desarrollar más ampliamente este tipo de actividades.

Como fue mencionado en el capítulo referente a los mecanismos utilizados en otros países, las instituciones que hacen underwriting obtienen recursos de diversas fuentes, incluyendo crédito bancario. En los últimos años se han diseñado esquemas especiales de financiamiento para estas operaciones, en países que quieren dinamizar sus mercados de valores.

En Brasil se creó el Fondo de Desarrollo del Mercado de Capitales —FUMCAP— cuyo objetivo principal es financiar operaciones de underwriting con garantía de suscripción.

El Fondo, constituido con recursos nacionales e internacionales, otorga crédito a los bancos de inversión, exigiendo para su aprobación, el cumplimiento de ciertos requisitos

²⁰ La conveniencia de incluir a los bancos comerciales en un esquema de underwriting aparece como recomendación especial del estudio titulado "El Ahorro a través de la Banca" preparado por la Asociación Bancaria en agosto de 1974.

relativos a elaboración del proyecto de lanzamiento, control de la operación, auditoría y esquema de liquidez.

Mecanismos similares a FUMCAP están siendo estudiados en Venezuela, Panamá y Korea.

En el caso de Colombia, debe tenerse en cuenta la política general en materia de crédito, al proponer un mecanismo de financiamiento. Básicamente, pueden plantearse dos soluciones diferentes, a saber:

- a) Creación de un fondo especial, con recursos internos y externos,
- b) Utilización de fondos ya existentes, administrados por el Banco de la República.

La segunda posibilidad parece ofrecer algunas ventajas, como son evitar la creación de fondos adicionales y reorientar recursos de redescuento hacia financiación interina en operaciones de underwriting.

Considerando las características de los diversos fondos existentes, encontramos particularmente interesantes el Fondo Financiero Industrial y el Fondo para Inversiones Privadas.

i) Fondo Financiero Industrial

Tiene como objeto financiar a la pequeña y mediana industria manufacturera y minera. Las tasas de interés para el usuario oscilan entre 14% y 16% para préstamos a un año, incrementándose 0.5% anual para plazos superiores. La cartera actual llega a \$750 millones.

ii) Fondo para Inversiones Privadas

Tiene objetivos de financiación empresarial más amplios que el FFI, y utiliza créditos externos además de recursos originados por el Banco de la República. Según la última reglamentación de sus tasas de interés activas —para el usuario final— estas oscilan entre 17.5% anual para plazos de uno a cinco años, y 20% para préstamos a veinte años. La cartera actual del FIP asciende a \$1.600 millones, aproximadamente.

Con el fin de poder utilizar recursos de estos fondos para financiar operaciones de underwriting desarrolladas por instituciones financieras autorizadas para tal efecto, sería necesario modificar su reglamentación en ese sentido, lo cual no parece ofrecer mayores problemas.

Un aspecto operacional de suma importancia, es el relativo a la especialización administrativa del FIP o FFI, puesto que se trata de una clase de operaciones no conocidas hasta ahora. Para este propósito, podría crearse una sección, dependiente de ambos fondos, que sería la encargada de estudiar las solicitudes de crédito presentadas y ejercer el debido control sobre la destinación de los recursos por parte de la institución underwriter.

Dos objetivos importantes, que se lograrían con este sistema de financiamiento serían, la disminución del redescuento de préstamos directos —con criterio de asignación de recursos— y el fomento de la captación de ahorro en el mercado abierto, por parte de las empresas, para obtener recursos de capital. Según fuera el período promedio de colocación de las emisiones financiadas por este medio, la rotación de los recursos de los fondos sería mayor o menor. Sin embargo, por la experiencia de otros países, es lógico pensar que la rotación será elevada, pues los plazos de colocación no exceden normalmente 24 meses. De hecho, algunas operaciones podrían culminarse en 2 ó 3 meses, según las características de la emisión y condiciones del mercado.

3. Reglamentación legal

Para poder implementar con éxito un mecanismo de underwriting, creemos indispensable adicionar la legislación vigente en algunos aspectos relacionados con la oferta y negociación de valores, a saber:

A. Oferta pública

Deben definirse más exactamente las condiciones que determinan el que se produzca una oferta pública de títulos-valores.

B. Prospecto de emisión

La importancia del prospecto ya fue resaltada en capítulos anteriores; en nuestra legislación comercial, existe reglamentación adecuada para emisiones de bonos pero no así para el caso de acciones(21).

La expedición de normas básicas en este campo es fundamental, pues de la calidad y difusión de la información, dependen el éxito de las emisiones y la confianza que los inversionistas depositen en el mercado.

C. Publicidad

La promoción de inversionistas en general, a través de los diferentes medios de comunicación, debe ser reglamentada para que refleje objetivamente las características de los valores ofrecidos.

4. Crédito para adquisición de acciones

Uno de los obstáculos mencionados en relación con nuestro mercado de valores, radica en la carencia de crédito para la compra a plazo de acciones. Desde hace muchos años, en los Estados Unidos la política monetaria dispone, como instrumento anticílico y coyuntural de gran eficacia, de la regulación del crédito organizado para la adquisición de valores de renta variable mediante la variación del llamado "margin", o sea, del porcentaje de cobertura o crédito que puede otorgar el sistema bancario con garantía prendaria o pignoración de acciones(22). Prácticamente esta fuente de financiación ha sido eliminada en nuestro país, por considerarse tal vez, que se trata de una especulación malsana. Sin embargo, no existe explicación suficiente para no contemplar dentro del sistema crediticio, la financiación para la adquisición de activos fijos o móviles —como es un portafolio de acciones—, operación que cumple una función económica y financiera tan importante como la del crédito concedido para la adquisición de activos fijos en inmuebles o maquinaria.

Valdría la pena, por lo tanto, estudiar la posibilidad de que los bancos comerciales —directamente, o a través de corredores de bolsa y otras instituciones financieras— otorguen este tipo de crédito. Tal modificación contribuiría a darle una mayor liquidez, tanto al mercado primario como al secundario, pues facilitaría la compra de acciones en la bolsa y la suscripción de nuevas emisiones.

5. Tratamiento tributario de las ganancias del underwriter

Todo indica que la nueva legislación tributaria, expedida recientemente, puede representar un obstáculo para las operaciones de underwriting; aunque hasta el momento de redactar este documento no se conocía el decreto reglamentario, parece ser que las ganancias obtenidas por los underwriters serían clasificadas como ocasionales, lo cual significa un encarecimiento del costo respectivo. Aunque se trata de un tema muy controvertido en la literatura(23), sería importante analizar más detalladamente sus posibles implicaciones, en el caso del mercado de valores colombiano.

²¹ El decreto 1998 de 1972, reglamentó la emisión de bonos otorgando la capacidad de emisión a sociedades anónimas cuyas acciones estén inscritas en bolsas de valores.

²² Ver: Sprin Kel W. "Money and Stock Prices". Homewood, 1969 y Moore, Thomas Gale "Stock Market Requirements" en: The Investment Process, págs. 346-357, Los Angeles, 1969.

²³ Ver: Holt, Charles and Shelton, John P. "The Implications of the Capital Gains Tax for Investment Decisions" en: Frontiers of Investment Analysis, Ed. by Fredrikson, E. Bruce 426-446 Scranton 1966.

6. Oportunidades a mediano plazo

La implementación de este tipo de operaciones, de acuerdo a un esquema como el que proponemos, encontraría las siguientes oportunidades:

A. Las empresas, asesoradas por instituciones calificadas como las que proponemos, podrían tener un mayor acceso al mercado de capitales utilizando adecuadamente los diferentes instrumentos financieros que tienen a su disposición. De esta manera, no solamente las acciones podrían adquirir mayor importancia como fuente de financiamiento, sino también los bonos y bonos-convertibles, cuyo uso ha sido hasta ahora muy limitado.

B. Con el fin de lograr que empresas medianas tengan acceso al mercado de capitales, proponemos la formación de "pools", organizados por una entidad financiera, a través de los cuales puedan ofrecer conjuntamente emisiones de bonos que por su tamaño y características tengan aceptación en el mercado. Dichos "pools" podrían tener garantía general de cada empresa, en proporción a su participación en el grupo; además, por tratarse de empresas medianas —o aún pequeñas— podría ser conveniente incluir una cláusula de fondo de amortización(24), mediante la cual las empresas depositarian periódicamente las sumas necesarias para que al vencimiento de los bonos, estos pudieran ser redimidos sin contratiempos.

La administración del "pool" y del fondo de amortización estarían a cargo de un banco, como fideicomisario.

C. La decisión 24, sobre régimen común de tratamiento a los capitales extranjeros, expedida por la Junta del Acuerdo de Cartagena, establece un cierto calendario de plazos para transformar la composición del capital de empresas extranjeras, con el fin de que puedan beneficiarse de las ventajas del Grupo Andino. Esta transformación puede hacerse de diversas maneras, bien sea por venta de parte de las acciones que posee el grupo extranjero, por aumento de capital con suscripción de una mayor fracción por parte de los accionistas nacionales, u otras combinaciones.

Un mecanismo de underwriting contribuiría a colocar, entre el público o privadamente, estos "paquetes" de acciones provenientes de los inversionistas extranjeros.

D. Colocación de valores de empresas inscritas en las bolsas. Si bien el gran campo de acción de los underwriters está en lanzar empresas no tradicionales al mercado de capitales, también es fundamental su apoyo a las empresas inscritas en las bolsas, cuyo acceso al mercado se hace mucho más eficiente.

En Colombia las empresas acuden al mercado haciendo uso del derecho preferencial de suscripción, colocando las emisiones entre sus propios accionistas. Este sistema, complementado con la labor de un underwriter que administre los derechos no utilizados y coloque el sobrante de la emisión entre otros inversionistas, contribuiría a eliminar la limitación que las compañías encuentran por la "capacidad de absorción" de sus accionistas, que muchas veces puede ser inferior a las necesidades de capital de la empresa.

Para tener una idea de la poca actividad del mercado primario, se presenta como anexo un cuadro con las emisiones de acciones correspondientes a compañías inscritas en la Bolsa de Bogotá. (Anexo 1). Como puede observarse, las emisiones han mantenido volúmenes moderados, descendiendo verticalmente en 1972, por la situación de baja en las cotizaciones que hacía imposible colocar una emisión a costos razonables. En 1974 se nota una recuperación aparente, por la mejor coyuntura bursátil del primer semestre del año.

La última columna del cuadro expresa la relación porcentual entre emisiones y capital más reservas (patrimonio) de las empresas inscritas; esta razón mide la *adición* de recursos de capital, que en promedio ha sido 4.6% anual para el período 1964-1974. Sin embargo, en los últimos cinco años, el promedio ha sido de sólo 3.4% demostrándose una vez más el ritmo inadecuado de capitalización de las sociedades anónimas.

24 "Sinking-fund", utilizado en los Estados Unidos.

VII- Resumen y conclusiones

- 1.- El mecanismo de underwriting constituye una especie de "financiación interina" o "puente financiero" entre el mercado monetario y el mercado de capitales, que contribuye a consolidar el sistema financiero mediante la sustitución de compromisos a corto plazo por capital de riesgo a largo plazo.
- 2.- En Colombia se observa un exceso de liquidez primaria en el mercado financiero, debido a la utilización de fondos de sustentación. Esta falla estructural ha impedido la formación de un mercado de recursos a largo plazo con liquidez secundaria.
- 3.- El mecanismo de underwriting permite reducir los costos de emisión de valores, por la eficiencia en la distribución y el fomento de la inversión en valores que genera su actividad.
- 4.- La experiencia de las corporaciones financieras colombianas en contratos de colocación, permite observar fallas en la selección de las empresas, la modalidad del contrato, el esquema de distribución y la liquidez secundaria de las emisiones. Su volumen no ha sido significativo, dentro del total de operaciones de estas entidades.
- 5.- Las bases que proponemos para un mecanismo efectivo de underwriting, buscan solucionar los problemas institucionales, legales y financieros que dificultan estas operaciones.
- 6.- El incluir a los bancos comerciales, compañías de seguros, corredores de bolsa y otras instituciones financieras que reúnan ciertos requisitos, resuelve problemas institucionales.
- 7.- Es indispensable el otorgamiento de crédito, a las instituciones underwriters, para financiar interinamente las operaciones de colocación. Para el efecto se propone utilizar recursos del Fondo de Inversiones Privadas y Fondo Financiero Industrial.
- 8.- La Bolsa de Bogotá está dispuesta a profundizar, conjuntamente con otras entidades interesadas en el proyecto, aquellos aspectos que no han sido tratados suficientemente, así como su viabilidad en términos de costos.

ANEXO 1

COMPAÑIAS INSCRITAS EN LA BOLSA DE BOGOTA, CON MAS DE 500 ACCIONISTAS

Compañías	No. Accionistas
Acerías Paz del Río	432.027
Banco Ganadero	120.590
Bavaria	85.870
Coltejer	50.125
Banco de Bogotá	15.024
Compañía Colombiana de Tabaco	14.713
Fondo Ganadero de Antioquia	14.471
Fabricato	13.036
Banco Comercial Antioqueño	12.866
Avianca	11.055
Fondo Ganadero de Santander	8.015
Banco de Colombia	7.387
Compañía Colombiana de Seguros	6.610
Simesa	6.765
Banco del Comercio	6.548
Fondo Ganadero de Caldas	5.980
Industrias Alimenticias Noel	4.875
Paños Vicuña Santa Fe	3.249
Banco Industrial Colombiano	2.946

Cont.: Anexo 1

Compañías	No. Accionistas
Cervecería Unión	2.808
Inversiones Aliadas	2.380
Eternit Colombiana	2.209
Tejicónedor	1.859
Compañía de Cementos Argos	1.833
Confecciones Colombia	1.755
Compañía del Acueducto de Bucaramanga	1.735
Tejidos Unica	1.618
Fábrica de Cemento Samper	1.652
Textiles Pepalfa	1.360
Cementos Diamante	1.287
Compañía Suramericana de Seguros	1.286
Cadenalco	1.097
Imusa	1.060
Compañía Nacional de Chocolates	1.057
Fábrica Chrysler Colombiana de Automotores	1.036
Cementos Valle	1.016
Cementos del Caribe	948
Compañía de Inversiones Bogotá	917
Banco Santander	876
Cine Colombia	868
Cervecería Andina	828
Industrias del Mangle, en liq.	827
Manufacturas de Cuero "La Corona"	784
Cementos Boyacá	681
Abocol	680
Productos de Caucho "Grulla"	674
Empresa Colombiana de Curtidos	632
Siderúrgica del Pacífico	573
Colombianos Distribuidores de Combustibles	509

Fuente: Directorios de Compañías Inscritas, Bolsa de Bogotá.

ANEXO 2

EMISIONES DE ACCIONES – COMPAÑIAS INSCRITAS EN LA BOLSA DE BOGOTÁ
(cifras millones \$)

Años	Emisión	Capital Pagado	Reservas Patri-moniales	Capital y Reservas	Emisión como % Capt. y Res.
1964	315.5	2.688	2.191	4.879	—
1965	227.7	2.874	2.716	5.590	4.7
1966	308.0	3.324	3.288	6.612	5.5
1967	363.4	3.564	4.056	7.620	5.5
1968	439.8	4.006	4.859	8.865	5.8
1969	641.2	4.456	5.273	9.729	7.2
1970	412.5	4.698	6.514	11.212	4.2
1971	494.1	5.430	6.768	12.198	4.4
1972	99.9	5.562	6.770	12.332	0.8
1973	271.0	5.973	8.039	14.012	2.2
1974*	747.9				5.3

Elaborado por el Departamento de Estadística de la Bolsa de Bogotá. Se consideraron las emisiones para aumento de capital, excluyendo los pagos de dividendos en acciones. Las cifras se ajustaron en los casos de discontinuidad de información en la serie.

(*) Agosto 31.

Capítulo 10

EL MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS EN COLOMBIA

Por la Asociación Nacional de Instituciones Financieras

I- Introducción

Hablar de la posibilidad de implantar un *mercado secundario de hipotecas* en Colombia nos obliga a plantear, al lado de necesarias y útiles conceptualizaciones en el plano estrictamente académico, inquietudes de orden más concreto que interesan al desarrollo social y económico de nuestro país. En su forma más simple, el mercado secundario de hipotecas, pretende movilizar la propiedad raíz a través de las garantías que respaldan su financiamiento. Entendido dentro de este marco y aún dentro de un contexto más amplio podemos iniciar diciendo que el mercado secundario de hipotecas se constituye en una alternativa *financiera, económica y social*.

Como *alternativa financiera* puede convertirse en una fuente importante de liquidez del sistema de financiamiento de la vivienda al abrir la posibilidad de que los créditos hipotecarios puedan ser negociados a través de la forma, gráfica y acertadamente definida por alguno, de un “redescuento comercial”;

Como *alternativa económica* seguramente producirá un notable impulso a la actividad constructora en la función industrial que cumple; con los beneficios adicionales que se derivan de que este sector de la construcción se ligue estrechamente a través del cuadro insumo-producto con un buen número de subsectores;

Como *alternativa social* el mercado contribuirá a la satisfacción masiva de la creciente necesidad de vivienda de nuestro pueblo, en todos sus niveles, logrando la consolidación de esfuerzos que antes se encontraban dispersos y duplicados.

El presente trabajo busca una *aproximación* al tema del mercado secundario de hipotecas; inicialmente, trataremos de caracterizar los elementos que integran su definición, analizando en forma muy breve los experimentos realizados en tal sentido en otros países para luego plantear las condiciones del mercado hipotecario colombiano y la viabilidad de introducir la modalidad secundaria en el mismo. En un segundo capítulo se analizará la factibilidad económica de la idea, a través de unos simples intentos de cuantificación de la *oferta potencial* del mercado representada por los saldos de cartera hipotecaria vigente del Banco Central Hipotecario, el Instituto de Crédito Territorial y el Sistema de Valor Constante, ésto es, volumen de créditos respaldados por garantía hipotecaria, así como de la *demandas potencial* que nos hemos visto obligados a dividir, metodológicamente, en “demanda real” que con algunos guarismos de apoyo planteamos como un axioma indiscutible y “demanda efectiva”, o sea, aquella que puede ser cuantificada efectivamente mediante el índice de solicitud de vivienda que registran las entidades arriba mencionadas. Como una forma de introducirnos al tercer y último capítulo que contiene una propuesta por vía de ejemplo de cómo podría operar el mercado en

nuestro país, plantearemos al final del segundo las condiciones vigentes en la estructura de financiamiento de vivienda en Colombia, como plazo, interés, garantías y seguros, que se constituirán en valiosos instrumentos de análisis para formulaciones alternativas.

Siempre hemos creído que los problemas financieros, mucho más los económicos y sociales, no pueden analizarse como compartimentos estancos en el tiempo ni en el espacio. En 1966 CAMACOL intentó, sin éxito, la constitución de una Bolsa de Créditos Hipotecarios. Tampoco resultó la propuesta de constituir un sistema de fomento de hipotecas aseguradas nacida de un curso patrocinado por el BID en la Universidad Nacional años después. Pero no podemos decir que el infortunio que acompañó a estas iniciativas sea argumento válido para desestimar ulteriores elucubraciones con el mismo propósito. Simplemente, podemos ser optimistas porque las actuales y singularísimas condiciones de la economía, la sociedad y el mercado de capitales colombianos, constituyan un marco permisivo para la introducción del mercado secundario de hipotecas.

II- El mercado secundario de hipotecas: concepto y antecedentes

1. Concepto

El concepto de MSH se fundamenta, en su sentido más elemental, en la cesión de créditos hipotecarios a un tercero, quien al asumir la calidad de acreedor hipotecario permite el aumento de la liquidez del anterior acreedor. La denominación de "secundario" no se refiere al hecho de que se realicen nuevas hipotecas sobre el mismo bien, según la graduación permitida por nuestro ordenamiento civil, sino porque a la operación primaria de otorgamiento del crédito sigue la secundaria de su cesión.

Podría decirse sobre este primer concepto que las dos condiciones requeridas por el MSH para asegurar su prosperidad son las siguientes:

- a) La existencia de garantías suficientes que, además del propio bien, protejan al inversionista de la eventualidad de no pago del deudor de la cartera hipotecaria; ésto supone el establecimiento de un sistema nacional de seguro hipotecario;
- b) El lograr mayor efectividad de realización de la cartera hipotecaria, sometida hoy al complejo proceso de remate del bien, trámites estos que bien podrían evitarse con la existencia de una bolsa hipotecaria que facilite la relación de compradores y vendedores.

2. Régimen y factibilidad legal del mercado

El planteamiento de la posibilidad de un MSH para Colombia debe consultar el contexto legal en que éste va a desarrollarse. Para ello, a grandes rasgos, analizaremos las figuras jurídicas a que nos obliga el tema. Son ellas: La naturaleza del contrato de hipoteca; la existencia de hipotecas de segundo grado; la cesión de créditos hipotecarios; y la emisión de bonos hipotecarios o certificados de participación hipotecaria.

A. Régimen de la hipoteca en Colombia

El Código Civil Colombiano define la hipoteca como "un derecho de prenda constituido sobre inmuebles que no dejan por ello de permanecer en poder del deudor" (Artículo 2432); confusa e incompleta, la doctrina y la jurisprudencia han desarrollado elementos esenciales que clarifican la noción. Hoy es de pública aceptación la idea descriptiva de que la hipoteca es "un derecho real, accesorio e indivisible, constituido en forma solemne, sobre inmuebles que se poseen en propiedad o usufructo, en garantía del cumplimiento de obligaciones propias o ajenas, que le otorga al poseedor la acción real de perseguir la cosa hipotecada en cabeza de quien la posea y hacerla vender judicialmente para que con el producto de la venta se le pague de preferencia su crédito".

—Como *derecho real* la obligación se vincula directa y concretamente a un bien sin referencia a persona determinada, lo cual permite al acreedor hipotecario perseguir el bien

- en manos de quien se encuentre sin consideración al título del adquirente;
- Como *derecho accesorio* garantiza el pago de una obligación, en este caso la nacida de un mutuo, sin la cual no podría existir;
 - Su *indivisibilidad* consiste en que todas y cada una de las cosas hipotecadas a una deuda están obligadas al pago de toda o parte de ella; esto es, que no hay carácter vinculatorio de parte cierta a deuda cierta;
 - Como *causa de preferencia* el acreedor hipotecario tiene derecho a ser preferido a cualquier otro acreedor personal o a un hipotecario si dicha hipoteca ha sido registrada con posterioridad, ya que aunque la hipoteca se constituya por escritura pública, sólo la inscripción de ésta en el registro de instrumentos públicos y privados perfecciona el contrato.

Las anteriores características colocan a la hipoteca y por supuesto a la cartera que de tal manera garantiza, en una peculiar situación de privilegio jurídico, según la cual, en caso de quiebra o concurso de acreedores, el crédito hipotecario tiene un derecho preferencial en la liquidación, salvo que existan los llamados créditos de primera clase que son: los nacidos de costas judiciales, expensas generales y gastos de la última enfermedad del deudor, artículos necesarios para la subsistencia del deudor y de su familia e impuestos.

Podemos, en síntesis, decir que el régimen legal de la hipoteca en Colombia favorece el elemento *seguridad* que, como veremos más adelante, es uno de los básicos del MSH. Tal afirmación se ve corroborada si analizamos la mentalidad predominante en nuestro medio de que contraer una obligación, cuando media una hipoteca, es ir sobreseguro y respaldado.

B. La existencia de hipotecas de segundo grado

Establece el Código Civil (Art. 2440) que el dueño de los bienes gravados con hipoteca podrá siempre enajenarlos o hipotecarlos, no obstante cualquier estipulación en contrario. Se puede así, si el avalúo del bien lo permite, hipotecar en segunda instancia un bien ya hipotecado, cuyo grado se mide por la fecha de inscripción de la hipoteca en el registro, al cual para fines de protección a terceros, se lleva la inscripción de hipotecas anteriores.

Aunque no creemos que ésta sea la forma más expedita para implantar el MSH en Colombia, sí nos parece conveniente anotar aquí que por la dificultad de utilizar una misma garantía, para respaldar dos obligaciones distintas, se ha constreñido, sobre todo a los deudores hipotecarios existentes, a mantener congelada y subutilizada su capacidad de endeudamiento por la imposibilidad de liberar garantías que van disminuyendo a medida que se efectúa la correspondiente amortización a la obligación principal.

Esta utilización de un gran volumen de garantías congeladas a largo plazo es lo que pretende hacer el MSH con abstracción de casos particulares.

C. La cesión de créditos hipotecarios

La cesión de créditos consiste en la tradición de los derechos personales que un individuo entrega a otro, y puede hacerse, a cualquier título, por cualquier causa y por cualquier contrato. El deudor debe responder de su obligación ante el titular legítimo de ella, no importa quien sea. La ley apenas consagra la necesidad de que sea notificado de la cesión para crear el vínculo pleno entre él y el cesionario. Aun más, el deudor puede aceptar, contractualmente, cualquier cesión y tal estipulación, como norma de derecho privado que cristaliza la autonomía de la voluntad particular, es válida.

Además, la concepción jurídica del acto de la cesión lleva a la conclusión de que ella no requiere instrumento público ni registro, bastando la nota puesta al pie del respectivo título, la entrega de éste al cesionario y la notificación del deudor; lo que sucede es que la hipoteca, en sí misma, no es objeto de la cesión, sino el crédito que respalda y que se transmite con sus obligaciones accesorias, entre ellas, la hipoteca misma. Ha sido reiterada jurisprudencia de nuestra Corte Suprema de Justicia que "para ceder un título hipotecario no hay necesidad de otorgamiento de escritura pública pues basta la entrega

del crédito con las formalidades que se exigen para la cesión de derechos personales". (Casación de 3 de noviembre de 1937).

Así, la modalidad de la cesión de créditos hipotecarios, como expresión del MSH, ofrece una gran agilidad en nuestro medio y la posibilidad de efectuar sus transacciones con la prontitud que las condiciones mismas del mercado exigen.

D. Emisión de bonos hipotecarios o certificados de participación hipotecaria

El Código de Comercio define los bonos como "títulos valores que incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo constituido a cargo de una sociedad o entidad sujeta a la inspección y vigilancia del gobierno". (Artículo 725). Los elementos distintivos de estos documentos son:

- 1) Se emiten sobre la base de una garantía que bien puede ser el total de los activos de la sociedad, o, en el caso que nos ocupa, su cartera hipotecaria. No existe una relación de causalidad entre cada bono y alguna parte específica de la garantía pues su valor encuentra respaldo en la totalidad de ésta;
- 2) El crédito queda fragmentado de tal modo que se incorpora al bono formando una unidad que permite negociar el crédito por la simple transferencia del título de acuerdo con su ley de circulación;
- 3) No son pues los bonos, títulos valores de los conocidos como "causales", esto es, aquellos que mantienen relación con el negocio que les dio origen, (como sería el caso del bono de prenda), y por tanto, pueden negociarse libremente.

Esta última alusión a la causalidad del título merece un mayor análisis. En el sistema FHA norteamericano, al cual nos referiremos luego, cada crédito hipotecario queda reemplazado por un determinado número de títulos, los cuales registran el mismo plazo de la obligación hipotecaria que les dio origen y pueden aún servir de base para el remate total o parcial del bien inmueble por parte de tenedores legítimos de títulos. Los bonos hipotecarios que proponemos no tendrían tal carácter: una persona no podría, por ejemplo, apoyarse en un título hipotecario para iniciar acción de remate contra un bien específico.

Sobre las formalidades requeridas para la expedición de estos títulos hipotecarios queremos dejar precisadas dos:

- a) El Decreto 1998 de 1972, reglamentario de las normas sobre emisión de bonos por parte de las entidades de derecho privado, estableció los requisitos de la emisión y las características del título, entre los primeros, autorización de la asamblea de accionistas y de la superintendencia.
- b) El Decreto 284 de febrero de 1973 establece el impuesto de timbre que deben pagar estos instrumentos. Para los bonos emitidos nominativamente, el uno por ciento (1%) de su valor nominal. Los que se emitan al portador el dos por ciento (2%) de su valor nominal.

El Instituto de Crédito Territorial puede emitir bonos autorizado por decreto del gobierno y reglamentada la emisión por la Junta Monetaria. El Banco Central Hipotecario también está facultado para emitir bonos y cédulas. Y el Decreto 678 de mayo de 1972, al definir el objeto de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, les confiere la facultad de recibir depósitos de ahorro, otorgar préstamos a largo plazo para la ejecución de proyectos de construcción o adquisición de edificaciones y de renovación urbana y la de emitir bonos y otros títulos valores que tengan relación directa con las actividades de la corporación. (Los subrayados son nuestros).

Podemos concluir, a nuestro juicio, que existen condiciones jurídicas que favorecen el implantamiento del MSH y lo hacen posible y factible institucionalmente. Se requerirán sí, algunas precisiones más circunstanciales que esenciales y que bien podrían desprendérse reglamentariamente de la norma que constituyera el sistema.

3. Algunos antecedentes del MSH

A. En los Estados Unidos

El sistema norteamericano de Federal Housing Administration (FHA) apareció como una respuesta estatal a las múltiples ejecuciones hipotecarias durante el período de la gran depresión. Data de 1934 y desde entonces, respaldado por el estado, el MSH en los EE.UU. se ha convertido en el sector institucional más importante de su mercado de capitales.

Cuadro 1

COMPRA Y VENTA DE HIPOTECAS Y CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
(Millones de dólares)

En Estados Unidos de Norteamérica

Periodo	<u>Compra</u>	<u>Venta</u>	<u>Compra neta¹</u>
<u>1971</u>			
Diciembre	855	260	595
<u>1972</u>			
Enero	610	181	430
Febrero	875	227	648
Marzo	1.004	295	709
Abril	955	297	658
Mayo	897	372	526
Junio	1.009	401	608
Julio	804	227	577
Agosto	956	338	618
Septiembre	777	297	480
Octubre	807	320	487
Noviembre	804	317	487
Diciembre	1.112	442	670
<u>1973</u>			
Enero	774	261	513
Febrero	787	290	496
Marzo	975	385	589
Abril	750	301	448
Mayo	694	317	377
Junio	653	374	280
Julio	517	282	235

¹ El total de hipotecas y participaciones compradas, menos las hipotecas o participaciones vendidas. Las cifras pueden no coincidir exactamente, debido a que se han redondeado.

La primera guerra mundial originó en los Estados Unidos una prosperidad sin precedentes. El negocio de las construcciones se incrementó grandemente y los norteamericanos se comprometieron en obligaciones hipotecarias cuyo pago sólo era posible si los altos ingresos se mantenían. No sucedió así. Los primeros síntomas de la depresión comenzaron a sentirse y los acreedores hipotecarios acostumbrados a refinanciar fácilmente los préstamos como un negocio adicional se volvieron recelosos. Las ejecuciones aumentaron y ya en plena depresión estos se vieron en poder de un gran número de casas cuyos propietarios habían sido ejecutados pero que no podían vender ni por una fracción de su valor original. El gobierno del Presidente Hoover, llegó junto con los prestamistas y propietarios, a la conclusión de que era necesario fijar nuevas políticas hipotecarias. En 1932 se creó el Federal Home Loan Bank encargado de reestructurar el sistema de ahorro y préstamo nacional. En 1933, al subir Franklin D. Roosevelt a la presidencia ante la crítica situación del mercado de vivienda se dictó la ley de préstamos a

propietarios de vivienda, entrando el gobierno a intervenir un campo antes no tocado por él; así se refinanciaron más de un millón de créditos hipotecarios.

Como la paralización de la industria de la construcción continuaba, el gobierno buscó la manera de organizar el anárquico panorama hipotecario nacional, con costumbres y normas diferentes para cada estado. La solución, que después demostraría su brillantez, fue asegurar los préstamos hipotecarios con la garantía del estado. Esta medida fue consagrada en la ley nacional de vivienda de 1934.

El sistema, criticado en su nacimiento, se consolidó con rapidez ayudado por una campaña nacional de mejoramiento de vivienda. A fines de julio de 1966 las operaciones de seguros del FHA ascendían a 109 mil millones de dólares para más de ocho millones de hipotecas sobre viviendas aisladas y casi millón y medio de unidades multifamiliares.

Los objetivos primordiales del FHA son *fomentar el financiamiento y estabilizar el mercado de valores* en vivienda. Por eso, el FHA concede especial importancia a las especificaciones técnicas de los inmuebles que financia, dentro de la filosofía de que el bien, con independencia del seguro de crédito y por sí solo, pueda garantizar la deuda hipotecaria. A través del "seguro de crédito" el FHA garantiza al acreedor hipotecario, mediando el pago de una suma como prima que se preestipula, el cobro íntegro del capital, los intereses devengados y el cumplimiento de las obligaciones accesorias surgidas del contrato de mutuo con garantía hipotecaria. Esquemáticamente el sistema funciona de la siguiente manera:

- a) *El FHA*.- Es un organismo estatal descentralizado cuyas principales funciones son:
 - i) Aseguradora: Emite promesas de asegurabilidad que contienen la posibilidad cierta de un seguro del crédito si se llenan algunos requisitos, pólizas éstas que en cumplimiento de esta función también expide;
 - ii) Reguladora: De los elementos y características de los préstamos, como intereses, plazos, descuentos, etc.;
 - iii) Peritaje: Avalúa los inmuebles y analiza el crédito personal de los solicitantes sobre los resultados de dicho avalúo;
 - iv) Financiera: A través de la colocación de los valores o bonos inmobiliarios denominados FHA.
- b) *Entidades aprobadas*.- Son aquellas relacionadas o afiliadas al sistema; cumplen las siguientes funciones:
 - i) Intermediación: Entre el FHA y los constructores, deudores e inversionistas;
 - ii) Financiadora: Colocan las hipotecas en forma fraccionada, mediante la emisión de bonos o cédulas hipotecarios, nominativos o al portador y exentos de impuestos;
 - iii) Liquidadora: En caso de incumplimiento, bien a través del remate del bien hipotecado, bien por el cobro del correspondiente seguro, que se paga en bonos o cédulas FHA o en dinero efectivo.
- c) *Constructores*.- Financian independientemente sus obras y acuden luego al sistema para obtener una refinanciación, integral o particular, mediante la movilización de su propiedad raíz.
- d) *Compradores*.- Se a los dueños de los bienes garantizados, esto es, los deudores hipotecarios.
- e) *Inversionistas*.- Las personas que adquieran los títulos emitidos FHA.

B. En otros países distintos a Colombia

Extendido a otros países, se conoce en Latinoamérica como Sistema de Fomento de Hipotecas Aseguradas. Con variaciones nacionales, pero manteniendo la idea básica, existe en Puerto Rico, Guatemala, República Dominicana, Nicaragua y Panamá.

En Puerto Rico, cumple la función de colocar el exceso de dinero que poseen las entidades prestamistas, mediante préstamos con largos plazos de amortización (hasta 39 años) y bajas cuotas mensuales. En Guatemala, por el contrario, el sistema, por un problema de escasez de capitales, ha podido colocar sólo 18 millones de quetzales, desde 1961, cuando se inició. En República Dominicana FHA inició operaciones en 1962, como

Cuadro 2

OPERACIONES DEL MERCADO SECUNDARIO DE
HIPOTECAS EN REPUBLICA DOMINICANA

(dólares)

Operación	Totales acumulados 30/VI/71	Totales acumulados 30/IX/73
Depósitos en cuentas de ahorro	<u>US\$ 21.986.331.-</u>	<u>US\$ 48.493.867.-</u>
Cédulas Hipotecarias Banco Nacional de la Vivienda	US\$ 1.791.500.-	US\$ 2.271.500.-
Contratos de Participación colocados por el Banco Nacional de la Vivienda	US\$ 4.333.292.-	US\$ 9.431.682.-
Contratos de Participación colocados por las Asociaciones de Ahorro y Préstamo	<u>US\$ 9.967.648.-</u>	<u>US\$ 21.675.148.-</u>
Total operaciones de mercado secundario	US\$ 16.092.440.-	US\$ 33.378.330.-

dependencia del Banco Nacional de Vivienda. En el mercado secundario ofrece la cédula hipotecaria, cuya garantía es parte de la cartera hipotecaria no comprometida en otras operaciones. Cada emisión tiene como garantía un grupo de hipotecas especificadas, por el mismo o mayor valor de la emisión; y los contratos de participación en hipotecas aseguradas, los cuales transfieren el derecho de propiedad de la hipoteca o de un porcentaje de ella, reteniendo la administración la entidad que la generó.

Algunos resultados de estos esfuerzos pueden verse consignados en cuadros anexos del presente trabajo. Sin embargo, puede decirse que el sistema se estableció en estos países, cuando no contaban con instituciones especializadas en ahorro y ventas de hipotecas, por lo cual resulta difícil medir su éxito sin elementos comparativos reales.

C. En Colombia

→ Los antecedentes del mercado hipotecario en Colombia datan de 1883 cuando entró a funcionar en Bogotá el Banco de Crédito Hipotecario, al amparo de las disposiciones del estado de Cundinamarca, con capital de \$150.000, *terminado por razones políticas y económicas*. Sólo hasta 20 años después, sobre autorizaciones de la Ley 24 de 1905 comenzó a operar el Banco Hipotecario de Bogotá, con capital de \$600.000. La Ley autorizó a los bancos comerciales crear secciones hipotecarias, cosa que hicieron el Banco de Colombia, el de Bogotá y el Alemán Antioqueño. Hoy las principales instituciones hipotecarias son:

a) Banco Central Hipotecario

El Presidente Olaya Herrera buscando la recuperación de la crisis del año 30, por el decreto 711 de 1932, promovió la organización del Banco Central Hipotecario, cuyo capital inicial autorizado fue de \$20 millones, el suscrito \$11 millones, la mitad aportada por el Banco de la República.

En esta institución se concentró la atención del crédito hipotecario otorgado por los bancos, y se cambió el concepto de respaldar los créditos en los ingresos de los peticionarios por el de la rentabilidad de las garantías. El BCH recogió estas deudas, en condiciones especiales y además concedió préstamos y obtuvo recursos mediante la emisión de cédulas hipotecarias.

b) El Instituto de Crédito Territorial

El ICT ha influido de modo notorio en la financiación de vivienda popular. Fue creado en virtud del Decreto Ley 200 de 1939, con el fin de fomentar la vivienda campesina económica. Por Decreto Ley 1579 de 1942 se extendió su acción al sector urbano. Financia sus planes de vivienda mediante préstamos hipotecarios de amortización gradual. Para funcionarios, constructores y contratistas y planes especiales de urbanización, como erradicación de tugurios y planes de desarrollo progresivo.

Se financia por el aporte presupuestal del estado, créditos externos y créditos internos, mediante la emisión de bonos de vivienda popular (8% de interés promedio) (art. 5 Decreto 2165 de 1972), y crédito bancario.

c) Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda

Autorizadas por el Decreto No. 677 de mayo de 1972, las corporaciones de ahorro y vivienda fueron el mecanismo escogido para llevar a la práctica la primera estrategia del plan de desarrollo. El impulso de la construcción la cual tenía por objeto romper el estrecho círculo del mercado, inyectando dinero a un sector cuya demanda se consideraba infinita y su efecto amplificado sobre la producción y el empleo sensible.

III- El mercado secundario de hipotecas: factibilidad económica y financiera

1. Aclaraciones metodológicas

A. En su conceptualización más simple puede decirse que el MSH consiste en la movilización financiera de la cartera hipotecaria. Por supuesto que ésta última es muy extensa y heterogénea pues comprende todas las garantías hipotecarias constituidas sobre inmuebles para respaldar obligaciones de la más variada índole. De allí que nos propusiéramos, en una primera limitación de metodología, no analizar sino las garantías hipotecarias que hoy respaldan la cartera de vivienda en Colombia, esto es, el conjunto de los préstamos otorgados por el Instituto de Crédito Territorial, el Banco Central Hipotecario y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. A ello nos vimos precisados:

- a) Para no incurrir en formulaciones excesivamente abstractas y académicas del tema;
- b) Porque consideramos que el financiamiento de la vivienda en Colombia toca a una coyuntura novedosa, interesante y crítica que merece un análisis específico;
- c) Porque la denominación original de este estudio: "UPAC y el Mercado Secundario de Hipotecas" afirmaba nuestro deseo de autolimitarnos.

B. El hecho de origen del MSH es la constitución de hipotecas, fenómeno directamente proporcional al incremento de la cartera. De aquí que la viabilidad económica y financiera del MSH deba hacer referencia implícita a dos situaciones concretas en el proceso generador de las garantías que luego habrán de negociarse:

- a) La situación del *mercado financiero hipotecario* que nos lleva a analizar las características y problemas de la oferta y demandas de recursos disponibles para el financiamiento de vivienda, así como de los mecanismos que los captan y asignan, a través de dos submercados reconocidos en todos los países: *institucional*, atendido por las entidades privadas y estatales que manejan cartera hipotecaria, como el Instituto de Crédito, el Banco Central Hipotecario, las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, y *particular*, dentro del cual se desarrollan las operaciones particulares de mutuos hipotecarios. Del primero estableceremos un volumen de "déficit" que, como veremos luego, es el punto óptimo de partida, a la vez que la más clara justificación, de la necesidad del MSH.
- * b) La situación del *mercado hipotecario propiamente dicho* o sea el volumen de hipotecas disponibles en la actualidad y que servirían de respaldo inicial de un nuevo sistema que debe buscar, en sí mismo, las condiciones de su propio ajuste, en un lapso

corto. Sobre el cálculo de la magnitud de este mercado existen discrepancias. El Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico, CEDE, de la Universidad de los Andes, trabaja sobre el indicador de "hipotecas constituidas" al cual resta las "hipotecas canceladas", en un año, para calcular valores anuales de incremento.

Nosotros hemos preferido el indicador de "saldos de cartera hipotecaria vigente" por varias razones:

- i) Nos interesan los datos "stock" totales para presentar cifras potenciales;
- ii) La negociación de la cartera hipotecaria debe hacerse sobre cifras acumuladas y no año-año;
- iii) El indicador hipotecas constituidas-canceladas puede generar desfases financieros, al desestimar las amortizaciones alcanzadas a causarse y pagarse dentro del período anual de constitución de una hipoteca, que luego se contabilizará, según este índice, por su valor nominal.

2. El mercado financiero hipotecario institucional

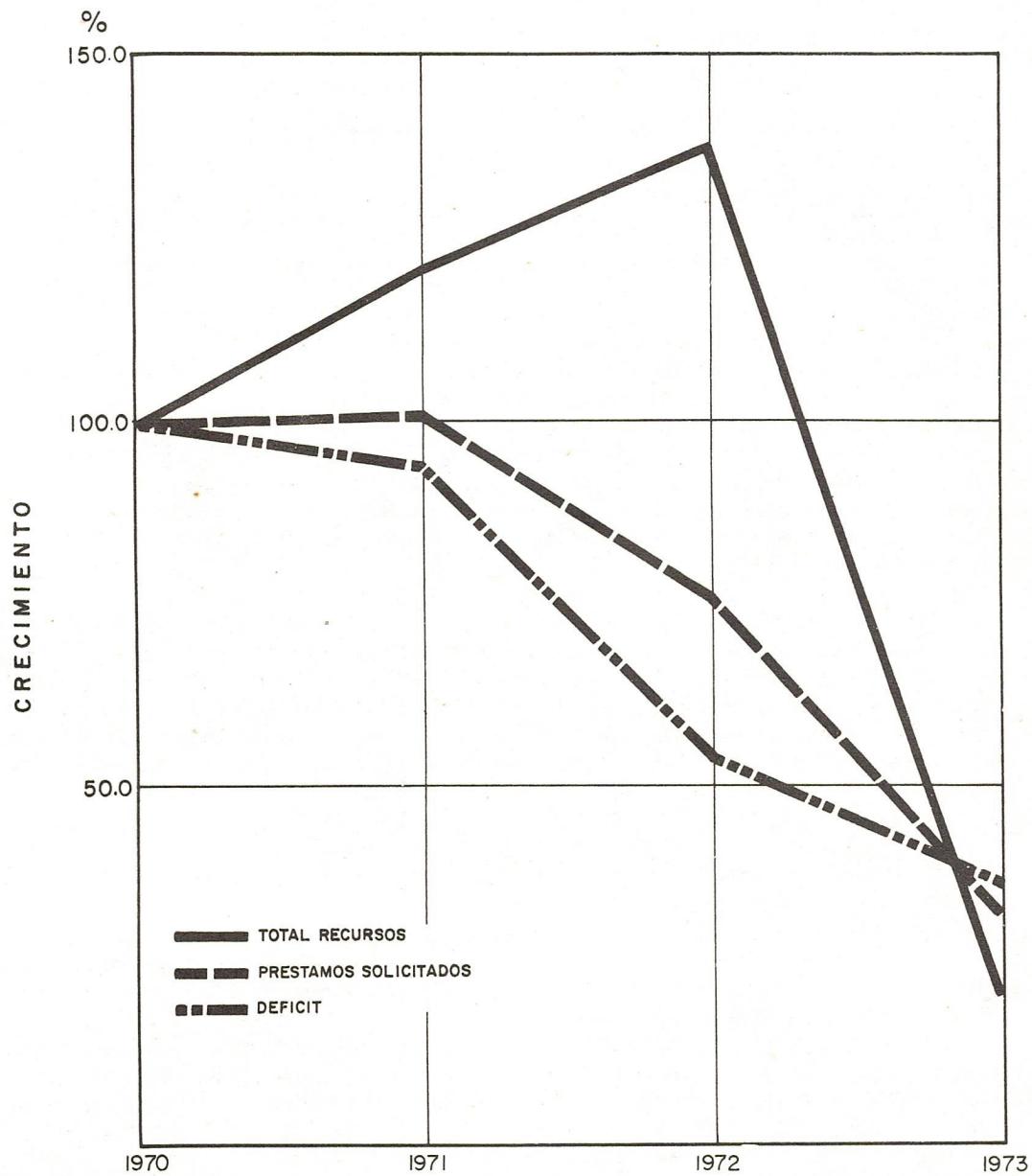
A. El Instituto de Crédito Territorial (ICT)

El ICT es el organismo oficial encargado de satisfacer la necesidad de vivienda de las clases de bajos ingresos en el país. En 1973, el 63.9% de sus construcciones favorecieron familias cuyos ingresos eran inferiores a \$3.000.00 mensuales. El hecho de que el Instituto no canalice todos sus recursos hacia vivienda, sino que en ocasiones también deba adelantar programas de dotación de servicios públicos, adecuación de zonas urbanizables y en general el establecimiento de toda la infraestructura necesaria para la dotación integral del servicio de vivienda, ha contribuido a su incapacidad de atender una demanda persistentemente creciente y aguda de vivienda popular. Así, podemos decir que el ICT es incapaz de absorber un déficit real y efectivo, cada vez mayor a consecuencia de un déficit financiero, cada vez más agudo:

- a) *El déficit real* de vivienda, para el nivel de ingresos que debe atender el Instituto y sobre una población aproximada de 24 millones de habitantes, lo hemos estimado, por simple vía ilustrativa así: de 24 millones un 57% puede considerarse población urbana, o sea 13.7 millones de habitantes, de los cuales un 48%, esto es, 6.6 millones recibe ingresos inferiores a \$2.800.00. Sobre un núcleo familiar de 5 personas/familia tendríamos 1.3 millones de familias afectadas de las cuales, según cálculos del ICT, se considera que de cada tres, una ya tiene resuelto su problema habitacional, o sea, que existirían 860.000 familias carentes de un techo. Si suponemos que el costo promedio de solución del Instituto se acerca a los \$60.000 tendremos que la inversión requerida en vivienda popular alcanza la nada despreciable cifra de \$51.600 millones, que bien puede cotejarse con la insignificante asignación presupuestal que se hace al organismo y que no sobrepasa, en los últimos años, la cifra de \$550 millones. Si no quisieramos ser tan pesimistas, podríamos analizar los datos sobre déficit efectivo, esto es, el volumen de insatisfacción directamente detectado a través de las ventanillas del Instituto.
- b) *El déficit efectivo* se establece sobre el número de solicitudes presentadas y rechazadas. Si tenemos en cuenta que el Instituto por cada posibilidad de vivienda entrega tres solicitudes y asumiendo, como es obvio que de ellas dos queden sin satisfacer, el déficit efectivo será el doble de la inversión directa en vivienda, que resulta de restar el total de recursos, descompuesto en recursos propios, asignaciones presupuestales, crédito interno, crédito externo y otros, la cifra de egresos distintos a inversión en vivienda, esto es, gastos de funcionamiento, transferencias, servicios de la deuda, inversión directa y otros. (Ver gráfico 1). Así, en el Cuadro 3 vemos cómo el déficit efectivo ha venido incrementándose al pasar de \$1.266 millones en 1970, (Base 100) a \$1.901 millones en el año pasado (150).

Esta situación deficitaria encuentra explicación en que un aumento de la demanda real, generado por un incremento de la población que automáticamente se coloca en los niveles bajos de ingreso en mayor proporción, no ha encontrado una respuesta

Gráfico 1
BANCO CENTRAL HIPOTECARIO
Déficit Efectivo (1970-1973)



Fuente: Informes y balances B. C. H. - Cálculos ANIF.

Cuadro No. 3

INSTITUTO DE CREDITO TERRITORIAL
DEFICIT EFECTIVO DEL I. C. T. (1970-1973)
(Millones de \$)

Concepto	1970	1971	1972	1973
Total recursos ¹	991.3	1.230.4	1.617.1	2.167.9
Total egresos ²	357.9	499.8	747.9	1.217.0
Inversión Directa en Vivienda ³	633.4	730.6	869.2	950.9
Déficit	1.266.8	1.461.2	1.742.2	1.901.7
Crecimiento	100	115	137	150
Base = 1970				

Fuente: Informes I. C. T. - Cálculos ANIF

¹ Incluye: Recursos propios + asignación presupuestal + crédito interno + crédito externo + otros recursos.

² Incluye: Gastos de funcionamiento + transferencias + servicios de la deuda + inversión directa + otras inversiones.

³ Es igual a: recursos-egresos.

adecuada, antes bien disminuida, por parte del ICT debido a sus problemas financieros.

- c) *El déficit financiero.* Para 1970 el Instituto registraba una pérdida de \$46.687.700 y tenía un déficit acumulado que alcanzaba los \$110 millones. Para 1972 el déficit sumaba \$350 millones. El Departamento Nacional de Planeación planteaba en un documento las siguientes explicaciones a situación tan críticamente deficitaria:
- i) La descapitalización gradual del ICT por un régimen no compensado de tasas de interés subsidiadas;
 - ii) Excesivo índice de endeudamiento;
 - iii) Desatención por parte del gobierno de sus aportes presupuestales en la cuantía requerida, para las políticas anunciadas de vivienda popular.

Esto llevó a expedir una serie de reformas presupuestales y otras atinentes al régimen de inversiones forzosas que lograron, para 1973, utilidades de \$135 millones las cuales frente a un subsidio del orden de \$442 millones, apenas atenuaron un déficit que se contabilizó por \$307 millones. En el Cuadro 4 podemos observar, en forma desagregada, la situación que venimos comentando. Se aprecia cómo los recursos propios han disminuido su participación, mientras la asignación presupuestal se incrementa en 1972 debido a la introducción de partidas a través del Fondo Financiero de Desarrollo Urbano, para volver a disminuir en 1973. Es interesante anotar cómo para este mismo año el crédito externo desaparece como fuente de recursos.

El panorama financiero del ICT no parece ser muy claro; los anunciados recortes presupuestales es posible que lo afecten. Las nuevas medidas que tienden a liberar inversiones forzosas de intermediarios financieros que incluían bonos del ICT sin duda repercutirán sobre sus fuentes de capitalización.

Los mayores ingresos obtenidos en 1973 debido a las nuevas inversiones forzosas realizadas en forma de bonos por las compañías de seguros y de capitalización (\$178 millones), así como del Banco Popular en títulos al 12% (\$151 millones), se verán neutralizados y menoscabados por la supresión total o parcial de otras fuentes de financiamiento. Así, la que modifica la disposición según la cual los mayores aumentos de las cuentas de ahorro a partir del 30 de noviembre de 1972 debían canalizarse en un 55% hacia bonos del Instituto, partida ésta que representó al mismo, en el año pasado, un ingreso neto de \$435.4 millones (Cuadro 4). Un problema más dificulta la estructura financiera del ICT y es el elevado índice de *morosidad* de su cartera; en diciembre de 1973, sobre un total de obligaciones hipotecarias de 126.486, existían 65.504 atrasadas, o sea, un 51.7% de obligaciones en mora; de éstas, aproximadamente 10.000 se encon-

Cuadro 4

INSTITUTO DE CREDITO TERRITORIAL
RECURSOS

	1970	1971	1972	1973
Recursos Propios	401.6	474.2	554.1	728.1
1.1 Intereses	101.6	132.0	141.3	199.0
a) Sobre Préstamos Hipotecarios	90.1	117.2	121.4	159.4
b) Sobre Obligaciones (DSP y Vimilitar)	1.9	2.4	3.4	7.6
c) Sobre Inversiones (Bonos de Desar. Económico)	9.6	6.8	8.1	14.4
d) Intereses Fiduciarios (FFDU)	—	—	1.3	9.8
e) Recaudos por Mora	—	5.6	7.1	7.8
1.2 Servicios	27.9	37.1	43.6	49.6
a) Seguros sobre Obligaciones Hipotecarias	14.5	22.4	26.3	32.1
b) Otros	13.4	14.7	17.3	17.5
1.3 Amortización de Cartera	219.9	266.0	317.6	391.8
a) Amortización de Préstamos para Vivienda	175.4	183.1	216.5	270.8
b) Recaudos de Cuotas Iniciales	37.0	63.9	78.8	92.2
c) Obligaciones por Cobrar (SSP y Vimilitar)	7.5	19.0	22.3	28.8
1.4 Venta de Activos	2.8	2.3	6.2	5.7
1.5 Depósitos Reembolsables	49.4	36.8	45.4	82.0
Recursos de Capital	589.7	756.2	1.063.0	1.439.8
2.1 Aportes del Presupuesto Nacional	120.6	116.7	595.8	418.3
a) Con destino al Instituto	120.6	116.7	399.0	244.0
b) Para Préstamos y Fideicomiso (FFDU)	—	—	196.8	174.3
2.2 Crédito Interno	352.3	513.2	388.3	890.6
a) Cías. de Seguros y Capitalizadora (Bonos 11%)	—	—	—	178.2
b) Banco Popular (Bonos del 12%)	—	—	20.1	151.3
c) Bancos Nacionales. Resolución 36/70	—	51.6	56.3	72.9
d) Cajas de Ahorro Bonos del 6%	60.2	58.9	61.1	435.4
e) Bancos Nacionales Préstamos	30.8	22.6	5.6	—
f) Banco Central Hipotecario Préstamos	100.0	200.1	—	—
g) Insfopal	—	10.0	—	—
h) Banco de la República	23.0	50.0	130.0	—
i) Inversiones Sustitutivas BCH	56.9	—	0.1	—
j) Fondo Nal. del Ahorro	81.4	120.0	115.1	52.8
2.3 Recursos del Crédito Externo	77.4	62.4	9.4	—
2.4 Recursos del Balance (Tesorería)	31.8	56.4	65.6	116.1
2.5 Otros Ingresos de Capital	7.6	7.4	3.9	14.8
a) Bonos de Desarrollo Econ. Clase "E" Decre. 2208-67	7.6	7.4	3.9	14.8
b) Otros	—	—	—	—
TOTAL	991.3	1.230.4	1.617.1	2.167.9

Fuente: I. C. T.

traban en situación de dudoso recaudo. En términos de valores, la situación se planteaba más difícil ya que, sobre un recaudo estimado de \$121 millones, \$88 millones se encontraban en mora, ésto es, el 72.5%. A nadie se ocultan los problemas que trae esta inseguridad no solamente en cuanto a su progresiva descapitalización, sino, en el caso que nos ocupa, en la manera como influiría negativamente en la negociación de sus hipotecas.

Cuadro 5

**BANCO CENTRAL HIPOTECARIO
CEDULAS HIPOTECARIAS (1969-1974)**
(Miles de \$)

Fin de:	Emitidas	Aumento %	En circulación	Aumento %	En bóveda	Aumento %
1969	3.998.742		3.897.219		101.523	
1970	5.188.828	29.7	5.039.923	29.3	148.905	46.6
1971	6.973.526	34.3	6.318.422	25.3	655.104	342.3
1972	8.221.601	17.8	7.719.035	22.1	502.566	-23.3
1973	8.278.155	0.6	7.533.280	-2.5	744.875	48.2
1974						
Enero	8.691.294	4.9	7.528.276	-0.1	1.163.018	56.1
Feb.	8.878.629	2.1	7.436.990	-1.3	1.141.639	-1.9
Marzo	8.766.672	-1.3	7.474.679	0.5	1.291.994	13.1
Abril	8.684.361	-1.0	7.361.819	-1.6	1.322.542	2.3

Fuente: Revista Banco de la República - Cálculos ANIF

B. El Banco Central Hipotecario (BCH)

El Banco ha venido actuando como intermediario financiero en la adquisición de vivienda por parte de las clases media y alta. Su principal fuente de recursos son las cédulas hipotecarias; éstas, como se muestra en el Cuadro 5, han venido registrando una evolución atípica desde la aparición del sistema de valor constante. Allí se puede notar, por ejemplo, cómo el aumento en tres puntos de la tasa de interés, hecho en 1973 no estimuló, como era de esperarse, la colocación, ya que la circulación siguió disminuyendo; en el último mes de que disponemos datos, marzo-abril de 1974 se aprecia cómo la circulación disminuyó en 1.6%. Con una rentabilidad efectiva del 15.3% la cédula no ha podido competir con otras alternativas de inversión vigentes en el mercado y cada día hay más títulos en bóveda y por consiguiente, cada día se desplaza una mayor carga al fondo de sustentación.

Cuadro 6

**BANCO CENTRAL HIPOTECARIO
DEFICIT EFECTIVO (1970-1973)**
(Miles de \$)

Fin de:	Cédulas Hipotecarias en circulación	Recursos Decreto 687/67	Reservas de Cartera ²	Total Recursos	Crecimiento 1970 = 100	Préstamos Solicitados	Crecimiento 1970 = 100	Déficit	Crecimiento 1970 = 100
1970	1.142.704	22.467	93.312	1.258.483	100	4.807.197	100	3.548.714	100
1971	1.278.499	196.107	54.292	1.528.898	121	4.885.589	101	3.356.691	94
1972	1.400.613	209.836	125.007	1.735.456	138	3.681.600	76	1.946.144	54
1973	-185.755	355.490	93.988	263.723	21	1.601.300	33	1.337.577	37

Fuente: Informes y balances B. C. H. - Cálculos ANIF

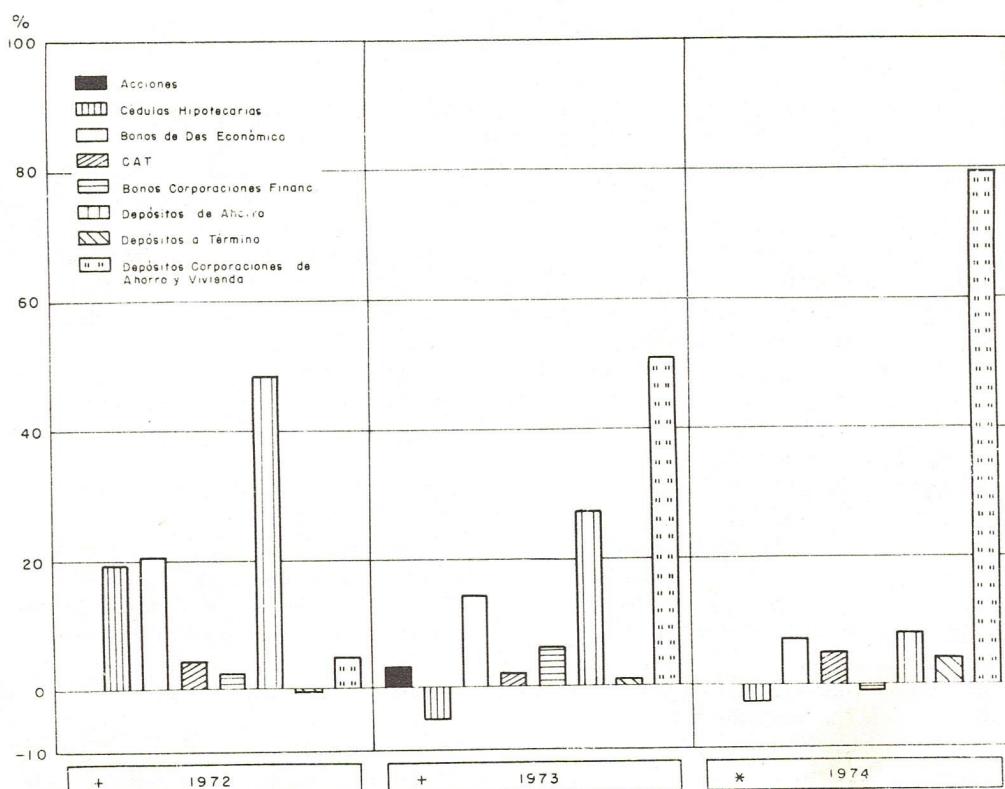
¹ Bonos de valor constante expedidos por I. C. S. S.

² Incluye los incrementos en capital, reserva legal y reservas eventuales para los años respectivos.

En el análisis de los recursos efectivos del Banco nos hemos limitado a considerar como tales (Cuadro 6) a las cédulas en circulación, los fondos recaudados por concepto del Decreto 687 de 1967 relativo a inversiones del Instituto Colombiano de Seguros Sociales y las reservas de cartera. Hemos desestimado los ingresos corrientes pues asumimos que en alto porcentaje se dirigen al pago de los gastos corrientes, como las cédulas de capitalización cuyos préstamos son utilizados en consumo, y los bonos industriales porque, a más de ser insignificantes en la cuenta de fondos, respaldan obligaciones industriales y no propiamente hipotecarias. Con estas aclaraciones podemos ver en el flujo de fondos hipotecarios del BCH lo siguiente:

- a) Los recursos del Banco venían incrementándose desde 1970 (\$1.258 millones) hasta 1972 (\$1.735 millones), pero a partir de dicho año comenzaron a descender para llegar, en 1973, a la cifra de \$263 millones, lo cual, sobre una base 100 en 1970 representaba una disminución a 21. Aunque si bien es cierto que sin conocer las magnitudes del mercado extrabancario, como arguyen algunos, es imposible hablar con precisión del fenómeno "transferencia" de recursos dentro del mercado financiero, opinamos que la baja en los índices de colocación de ciertos valores como las cédulas hipotecarias, los bonos de desarrollo económico y de corporaciones financieras en momentos en que es ostensible el crecimiento de los saldos de valor constante, por lo menos suscita una duda válida de que el aparecimiento del UPAC influyó, en el caso que venimos comentando por lo menos, en un descenso vertical de las colocaciones en cédulas hipotecarias.

Gráfico 2
AHORRO TRANSFERIBLE



+ Anual

* Trimestral (primer trimestre / 74)

Fuente: Fedesarrollo - Cálculos ANIF.

- b) De otra parte y desde 1970, viene registrándose un decrecimiento del volumen de préstamos solicitados, el cual ascendía a \$4.807 millones en dicho año y para el año pasado apenas alcanzaba \$1.601 millones, con lo cual el déficit efectivo ha venido disminuyendo desde \$3.548 millones en 1970 hasta \$1.337 millones en el año pasado, esto, en índice, representa una disminución de 100 a 37. También en este descenso influyó el sistema UPAC que absorbió un amplio margen de solicitudes que por la propia escasez de recursos o por políticas restrictivas no pudieron ser atendidas por el Banco. Lo anterior nos lleva a pensar que un sistema como el Mercado Secundario de Hipotecas podría restablecer el equilibrio social y geográfico de todos los esfuerzos existentes en el país para la solución del problema de vivienda, además de que se convertiría en una "alternativa de liquidez" que están buscando tanto el Instituto, como el Banco de tiempo atrás, y a partir de ahora y como pasamos a demostrarlo, las propias corporaciones de ahorro y vivienda.

C. Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. (Sistema UPAC)

En realidad, el tema del MSH ha renacido hoy a raíz de las últimas disposiciones gubernamentales en las cuales institucionaliza, casi sin proponérselo, el mercado, al permitir la adquisición de hipotecas de valor constante como inversiones admisibles de ciertos intermediarios financieros:

- a) El Decreto 1729 de 1974 que interviene en la actividad de las compañías de seguros de vida, en ejercicio del controvertido ordinal 14 del Artículo 120 de la Constitución, autoriza a estas compañías a invertir la totalidad de sus reservas matemáticas y técnicas de sus pólizas de seguros de ahorro con participación, en depósitos a término en corporaciones de ahorro y vivienda o en créditos hipotecarios otorgados inicialmente por éstas. Creemos que esta consagración no beneficiará la expansión de un MSH en valor constante, por dos razones:
- Directamente: Porque la alternativa de dos colocaciones (depósitos o hipotecas de valor constante), donde los primeros son más rentables que las segundas, es de esperarse que se resuelva a favor del más atractivo.
 - Indirectamente: Porque como afirmábamos en nuestra Carta Financiera No. 6: "El Decreto 1729 de 1974 libera de inversiones forzosas a las pólizas de seguros de ahorros con participación. Es decir las pólizas explícitamente definidas en el Artículo 3o. como 'aquellos contratos en los cuales la compañía aseguradora se obliga a retornar al asegurado no menos del 70% de la utilidad originada en la inversión de sus reservas matemáticas y técnicas'. Si se considera el hecho de que las pólizas de vida individual y otras ramas sólo representan el 23.87% del valor de las pólizas de seguros recaudadas en el país, y además, si se tiene en cuenta que de este porcentaje solo una mínima parte está representada en pólizas de participación, se puede afirmar que bajo las condiciones actuales los efectos de la medida son bastante reducidos".
- b) El Decreto 1731 de 1974 en su artículo 1o. autoriza a las compañías de seguros y a las sociedades de capitalización para invertir su capital en reservas o en fondos en general, no sujetos a la inversión obligatoria de los Decretos 1691 de 1960 (establece los porcentajes de inversiones obligatorias de las compañías de seguros), 2165 de 1972 (que congela estas inversiones a las cifras del balance correspondiente a 31 de diciembre de 1971) y 548 de 1973 (sobre inversiones en bonos de deuda pública), en depósitos a término en corporaciones de ahorro y vivienda y en créditos hipotecarios otorgados inicialmente por éstas. Aquí, como en el punto anterior, siguen siendo válidos nuestros argumentos.
- c) Finalmente, el Decreto 1730 de 1974, al intervenir en la actividad de la Caja Colombiana de Ahorros, la Caja Social de Ahorros y de las cajas de ahorros de los bancos comerciales, liberando las inversiones forzosas de los depósitos de ahorros, establece que éstos podrán invertirse en la adquisición o descuento de créditos hipotecarios estipulados mediante unidades de poder adquisitivo constante. Aquí sí se podría hablar de un potencial de inversión para un MSH de valor constante.

Las cuantificaciones que hemos realizado con carácter de aproximación sobre cifras de los balances a 30 de junio de 1974, nos indican que la magnitud de estas inversiones hipotecarias en UPAC, con prescindencia de los problemas anotados, podría llegar a \$4.000 millones.

La principal y única fuente de recursos de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda está constituida por la captación de ahorros a través del sistema de unidades de poder adquisitivo constante. A diferencia del ICT y el BCH las Corporaciones son intermediarios financiados en su totalidad por particulares. La captación de ahorros ha sufrido un crecimiento exponencial representado por un incremento de éstos desde su nacimiento en 1972 hasta junio de 1974 con cifras que superan la captación inicial en ochenta veces; en términos de índice en el Cuadro 7 aparece que sobre una base 100 (1972) para junio de 1974 el indicador llegaba a 4441 representativo de \$8.341.1 millones.

Cuadro 7

CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA - DEFICIT EFECTIVO - (1972-1974)
(Millones de \$ - datos acumulados)

Años y Meses	Captación de Ahorros	Crecimiento 1972 = 100	Préstamos solicitados	Crecimiento 1972 = 100	Déficit	Crecimiento 1972 = 100
1972	187.8	100	569.3	100	381.5	100
1973						
Primer Trimestre	883.7	470	3.804.0	668	2.920.3	765
Abril	1.249.9	665	2.401.2	421	1.151.3	301
Mayo	1.827.6	973	3.410.9	599	1.583.3	415
Junio	2.090.6	1.113	4.218.9	741	2.128.3	557
Julio	2.445.9	1.302	5.082.4	892	2.636.5	691
Agosto	2.956.3	1.574	6.395.3	1.123	3.439.0	901
Septiembre	3.478.2	1.852	7.367.0	1.294	3.888.8	1.019
Octubre	4.063.1	2.153	8.633.4	1.516	4.570.3	1.197
Noviembre	4.401.9	2.343	9.776.4	1.717	5.374.5	1.408
Diciembre	4.394.6	2.340	10.698.5	1.879	6.303.9	1.652
1974						
Enero	5.635.8	3.009	11.623.9	2.041	5.988.1	1.569
Febrero	6.422.0	3.419	13.162.9	2.312	6.740.9	1.766
Marzo	6.910.5	3.679	14.917.5	2.620	8.007.0	2.098
Abril	6.823.1	3.633	16.789.6	2.949	9.966.5	2.612
Mayo	7.834.2	4.171	18.443.3	3.239	10.609.1	2.780
Junio	8.341.1	4.441	19.940.9	3.502	11.599.8	3.040

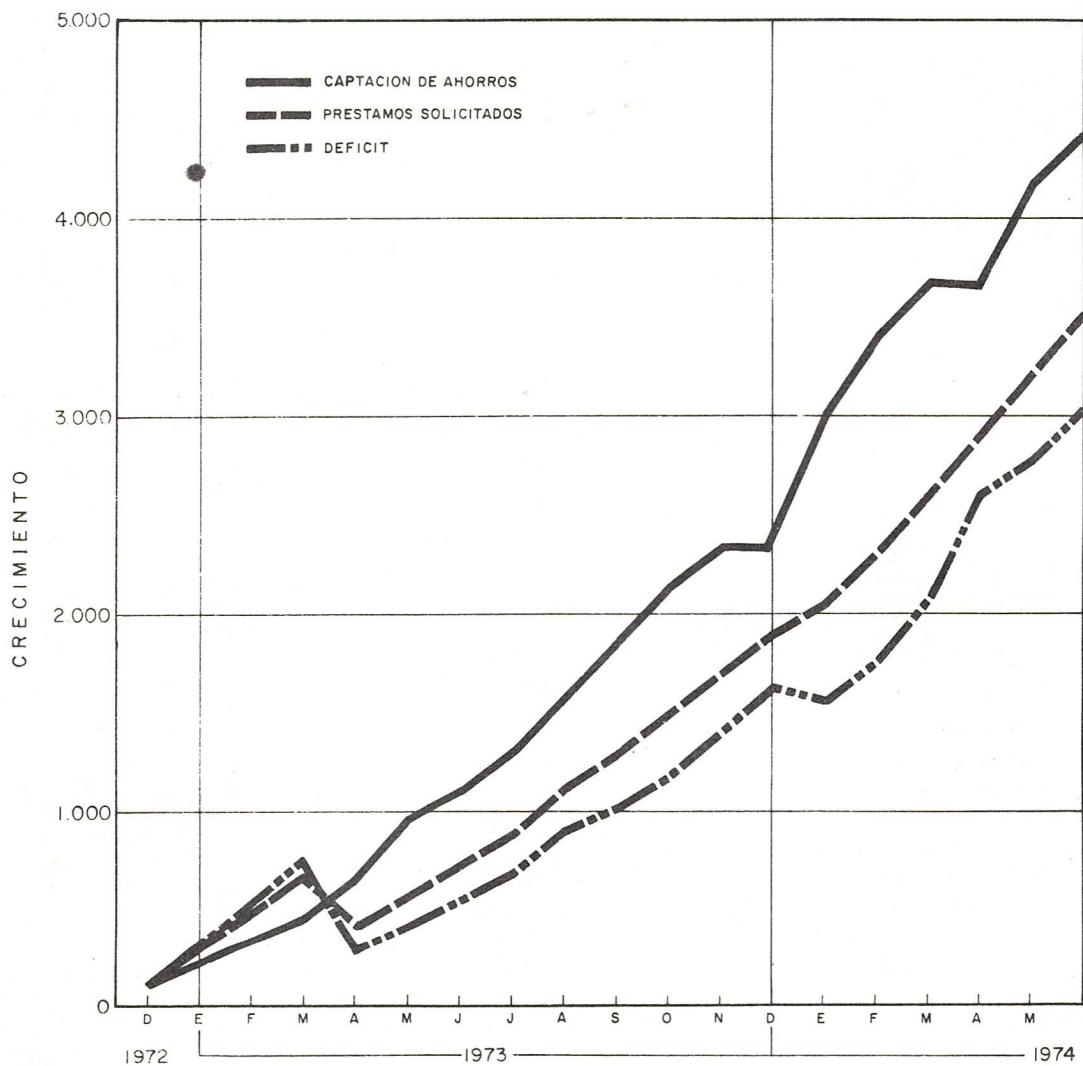
Fuente: Revista Junta de Ahorro y Vivienda - Cálculos ANIF

Sin embargo, el sistema UPAC ha tenido una agitada historia caracterizada por la persistencia en disminuir sus atractivos originales en busca de lograr una tasa de equilibrio en el mercado de valores; inicialmente, se variaron las reglas para el cálculo del reajuste monetario, difiriéndolo primero a tres meses y luego a 24; luego, reaccionó como alguien anotaría con propiedad, "histéricamente", cuando se puso en entredicho su juridicidad ante el Consejo de Estado con sus infortunados hermanos, los Fondos Regionales de Capitalización Social; la sola expectativa de las medidas que respecto al sistema adoptaría el actual gobierno, ocasionó retiros de alguna magnitud; y cuando parecía haberse logrado un equilibrio al imponérseles encajes para protección de liquidez, estimular la captación a término y fijar en un 20% el tope máximo de su reajuste, se expide la medida sobre supresión a la exención tributaria del mismo, para compararla como ganancia ocasional con régimen preferencial. Creemos que esta última resolución habrá de producir bajas notables en los depósitos del sistema; basta que consideremos que el 31 de marzo de 1974 el promedio de certificados de depósito era de \$230.000 y el de ahorros de \$50.000, lo cual hace suponer que, al lado de saldos medianos, existían grandes saldos; estos volúmenes de mayor cuantía así depositados seguramente son muy sensibles a la tasa comparable que les ofrece el sistema, esto es, al rendimiento derivado del

privilegio tributario. Sin que entremos a polemizar sobre los efectos de expansión monetaria o fuga de capitales a que pueda llevar esta modificación, no creemos ser muy pesimistas al afirmar que para enero de 1975 el sistema UPAC debe haber encontrado un mecanismo alternativo de liquidez, que bien podría ser el Mercado Secundario de Hipotecas. De otra manera, no vemos claro cómo se pueda responder al retiro de varios miles de millones de pesos (nosotros calculamos que la cifra podría llegar a ser del 50% de los recursos actuales) con una cartera congelada a varios años.

Gráfico 3

CORPORACION DE AHORRO Y VIVIENDA
Déficit Efectivo (1972-1974)



Fuente: Revista Junta de Ahorro y Vivienda - Cálculos ANIF.

Esta situación agravará sin duda el déficit. El cual cada día será más agudo si tenemos en cuenta que las solicitudes aumentan cuando el índice de captación se disminuye.

Simplemente veamos cómo el período mayo-junio de 1974 los ahorros aumentaron en \$507 millones, mientras que el crédito demandado lo hizo en casi \$1.000 millones. Sin embargo, el implantamiento de un sistema de MSH en valor constante, dadas las actuales condiciones de *sensibilidad* que rodean al sistema no nos parece adecuado ni oportuno.

Resumen

Existe una necesidad sentida de vivienda en todos los estratos sociales. Ello se pone de presente, y solo parcialmente, en el "déficit efectivo" que se logra establecer al analizar las cuentas de flujo de fondos de los organismos dedicados al financiamiento de la vivienda.

Cuadro 8

DEFICIT EFECTIVO CONSOLIDADO
I. C. T., B. C. H., C. A. V. - 1970-1973
(Millones de \$)

Entidades	1970	1971	1972	1973
I. C. T.	1.266.8	1.461.2	1.742.2	1.901.7
B. C. H.	3.548.7	3.356.7	1.946.1	1.337.6
C. A. V.			381.5	6.303.9
TOTAL	4.815.5	4.817.9	4.069.8	9.543.2
Crecimiento				
1970 = 100	100	100	84	198

Fuente: I. C. T., B. C. H., C. A. V. - Cálculos ANIF

En el cuadro 8 hemos obtenido cifras consolidadas de lo que sería la magnitud de dicho déficit: para 1973 alcanzaba cifras de \$49.543 millones, de los cuales casi un 60% aparecía concentrado en las corporaciones de ahorro y vivienda. Insistimos en que dicho guarismo, apenas es un indicador convencional del problema. Fenómenos como la explosión demográfica y recientes medidas que pueden desestimular ritmos sostenidos de capitalización de estos organismos, dan una imagen más amplia del mismo. No obstante, es lícito afirmar que frente a esta limitación de recursos disponibles, la conducta *deseo de vivienda* tiende a hacerse insensible a la tasa de interés, como lo es también respecto al ingreso del individuo y éste era uno de los supuestos de apoyo de la construcción como estrategia impulsadora que traía el plan anterior, para entrar a depender de los sistemas de financiamiento de la cuota inicial y el préstamo a un plazo razonablemente ajustado a las expectativas de ingreso. Tal índice de *insatisfacción* será un marco adecuado y propicio para proponer un MSH que, imponiendo unos sacrificios mayores en el costo del crédito en algunos casos, instrumentalice un programa general de dotación de viviendas por niveles y regiones, en forma masiva.

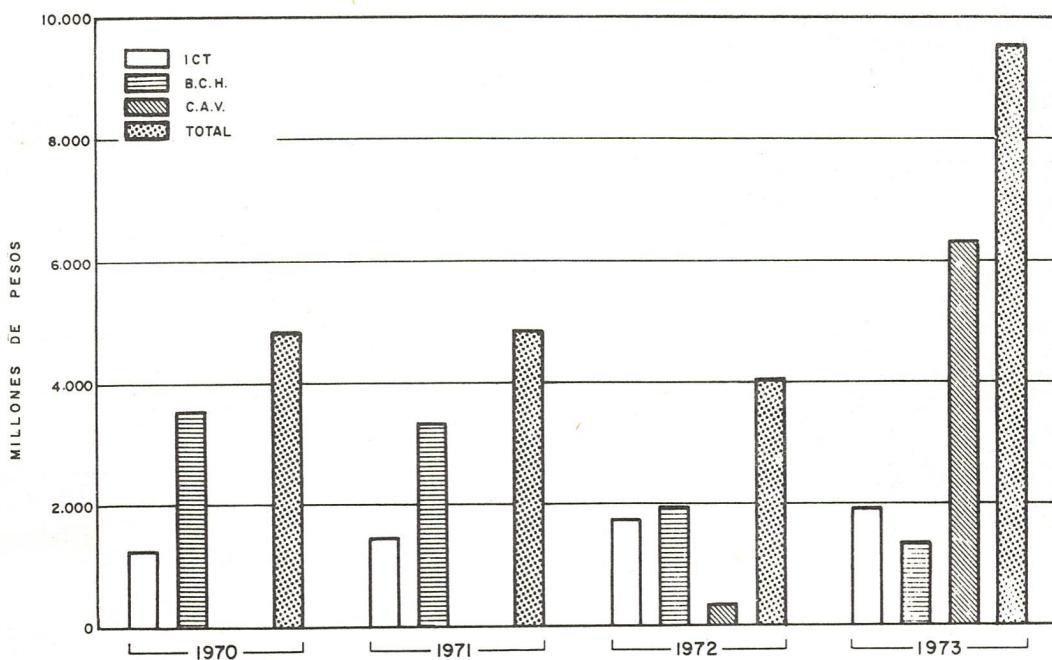
3. El mercado financiero hipotecario particular

En un estudio realizado por el Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico (CEDE) de la Universidad de los Andes, sobre la posibilidad de constituir una Bolsa de Hipotecas, se hablaba de la existencia de un "mercado particular de hipotecas", el cual no es otra cosa que la parte del mercado extrabancario o irregular de dinero cuyas transacciones se respaldan hipotecariamente. Se anotaban en el estudio en mención las siguientes características de dicho mercado particular:

- a) Existe un gran número de *administradores*; los *capitalistas* no trabajan directamente;
- b) Préstamos: a corto plazo, sin ninguna prórroga y a tasas que oscilan del 2.5% al 5% mensual;

Gráfico 4

DEFICIT EFECTIVO CONSOLIDADO
ICT. B.C.H. y C.A.V. 1970-1973



Fuente: ICT. B. C. H. y C. A. V. - Cálculos ANIF.

- c) Existe preferencia en prestar para adquirir con finca raíz; un 70% de los préstamos se otorgaban para respaldar operaciones de bienes inmuebles;
- d) Los comisionistas son gente de amplia trayectoria y conocimiento del mercado.

Con simples fines especulativos, en ANIF realizamos una muestra sobre las magnitudes que podría tener este mercado particular hipotecario. Se tomó en algunos días una muestra de los avisos clasificados del periódico "El Tiempo" en que se ofrece o recibe dinero con garantía hipotecaria; por supuesto que se obtendría una cifra irreal al sumar, por ejemplo, la oferta o la demanda de todo un mes, ya que pudimos comprobar que varios comisionistas anuncian o bien todo el mes, o bien dos o tres veces a la semana su negocio. Además, partimos de la base de que quien ofrecía dar o recibir varias sumas, tenía la capacidad suficiente para formalizar tal compromiso. Finalmente, nos permitimos sacar un saldo promedio de la magnitud diaria del mercado en millones:

MERCADO HIPOTECARIO EXTRABANCARIO
SALDOS PROMEDIOS DIARIOS

	Oferta (en millones de pesos)	Demanda
Julio 17/74	7.0	4.0
Julio 21/74	0.8	0.5
Agosto 4/74	2.0	0.5
Agosto 14/74	5.1	0.7
Agosto 18/74	1.0	0.5
Agosto 28/74	1.0	2.3
Octubre 3/74	5.1	0.1

Como se observa, el mercado particular hipotecario puede llegar a tener magnitudes insospechadas si tenemos en cuenta que el movimiento diario promedio de \$4.400.000 para la oferta y \$1.250.000 para la demanda, refleja, apenas, las operaciones que se negocian con publicidad. Las condiciones de seguridad del MSH, representadas por una garantía hipotecaria respaldada por una institución de prestigio, junto con un seguro que protege el pago y la amortización de la deuda así como la existencia del bien mismo; las facilidades de recaudo y estudio de los títulos hipotecarios; en fin, el ofrecimiento de una tasa razonable de rendimiento, circunstancias que caracterizan al MSH, podrían lograr un cambio de actitud del mercado extrabancario hipotecario que aún no se encuentra en los umbrales de la usura.

4. El mercado hipotecario propiamente dicho

A. El Instituto de Crédito Territorial (ICT)

El ICT mantiene líneas para funcionarios del propio instituto, funcionarios del gobierno nacional (actividad que está sustituyendo el Fondo Nacional del Ahorro), constructores contratistas y planes y proyectos de urbanizaciones especiales. Los plazos a que concede estos mutuos oscilan de 10 años (para planes especiales y apartamentos multifamiliares) a 20 años (préstamos para autoconstrucción); en igual forma, registra un amplio espectro de intereses que van del 4% anual (para tugurios) hasta el 14% (para apartamentos multifamiliares y planes especiales), llegando a una *tasa promedio de interés* del 12% anual. En forma similar, la cuantía oscila de \$13.000 (tugurios) hasta \$150.000 (funcionarios del ICT); como se puede observar, los préstamos hipotecarios otorgados por el ICT gozan de condiciones preferenciales o de subsidio que se explican por sus destinatarios.

Cuadro 9
I. C. T.
CARTERA HIPOTECARIA VIGENTE POR ZONAS GEOGRAFICAS
(Millones de \$)

Departamentos	1971	1972	1973	1973 %
Antioquia	196.8	186.1	370.4	12.9
Atlántico	119.9	122.8	178.4	6.3
Bolívar	44.3	42.4	97.1	3.3
Boyacá	40.2	50.3	69.2	2.4
Caldas	34.6	58.0	84.1	2.9
Cauca	15.7	14.7	18.6	0.7
Cesar	2.3	5.3	20.7	0.7
Córdoba	14.5	14.3	16.6	0.6
Cundinamarca	15.0	21.1	27.1	0.9
Chocó	1.7	3.4	4.6	0.1
Distrito Especial	650.9	643.8	1.068.4	37.2
Guajira				
Huila	25.8	31.6	38.9	1.3
Magdalena	19.6	18.1	27.4	0.9
Meta	32.3	31.8	44.5	1.5
Nariño	33.4	38.3	66.0	2.4
Quindío	21.1	27.5	50.8	1.7
Risaralda	24.9	23.5	38.4	1.4
Santander	89.9	103.5	140.6	4.8
Santander Norte	43.3	44.6	43.4	1.6
Sucre	3.7	4.5	8.6	0.2
Tolima	49.2	47.3	66.0	2.6
Valle	197.3	218.3	389.5	13.6
TOTAL	1.676.9	1.751.2	2.869.4	100
Variación	100	104.4	171.1	

Fuente: Informes I. C. T. y Cálculos ANIF

El Cuadro 9 nos muestra el total de la cartera vigente en el Instituto que para 1973 representaba \$2.869 millones, presentando, respecto a 1970, un incremento del 71.1%. Al observar la distribución de dicha cartera por zonas geográficas vemos cómo el Distrito Especial, Antioquia y Valle acumulan el 63.7% de las obligaciones, fenómeno explicable por el creciente índice de concentración metropolitana de nuestras ciudades.

B. El Banco Central Hipotecario (BCH)

La oferta de préstamos hipotecarios del BCH se descompone de la siguiente manera: "Crédito a Constructores" (12 años, 17% anual); "Crédito Ordinario" (12 años, entre 14-15% y por el 70% del avalúo pericial); "Crédito a empleados del Banco de la República y a funcionarios del BCH" y otros.

Cuadro 10

**BANCO CENTRAL HIPOTECARIO
CARTERA VIGENTE POR ZONAS GEOGRAFICAS
(Millones de \$)**

Departamentos	1971	1972	1973	1973 %	1974*
Antioquia	991.3	1.052.2	1.093.4	10.00	1.080.3
Atlántico	685.5	828.4	860.4	7.90	839.7
Bolívar	269.1	359.6	402.6	3.80	378.0
Boyacá	106.7	139.0	147.2	1.30	146.2
Caldas	143.4	179.4	205.7	1.80	206.7
Cauca	74.2	85.3	88.9	0.80	83.2
Cesar	13.8	18.9	22.0	0.22	20.5
Córdoba	46.5	58.8	62.6	0.50	59.7
Cundinamarca	50.0	51.2	54.4	0.50	53.9
Chocó	1.5	1.7	1.7	0.01	1.7
Distrito					
Especial	4.041.2	4.787.3	5.197.9	47.91	5.082.6
Guajira	11.8	13.6	16.9	0.15	17.1
Huila	40.5	48.4	53.1	0.48	50.7
Magdalena	147.3	167.0	165.0	1.55	158.0
Meta	62.1	68.3	65.2	0.60	62.8
Nariño	84.2	102.8	106.2	0.97	103.0
Quindío	123.6	158.3	161.7	1.48	158.0
Risaralda	138.4	172.6	183.3	1.68	181.8
Santander	391.9	453.0	509.5	4.78	504.5
Santander					
Norte	140.4	163.9	178.6	1.64	175.2
Sucre	80.7	95.0	93.4	0.85	91.4
Tolima	137.1	175.5	202.2	1.85	199.6
Valle	777.0	932.4	1.001.0	9.2	973.3
Otros	154.0	4.0	4.1	0.03	4.2
TOTAL	8.714.8	10.116.6	10.877.0	100	10.632.1
Variación	100	116	125		

Fuente: Informes B. C. H. - Cálculos ANIF

*: cierre a junio de 1974

En el Cuadro 10 obtuvimos el volumen total de la cartera vigente del BCH que en 1973 representaba \$10.877 millones, suma ésta que al cierre del primer semestre de 1974 totalizaba \$10.632 millones. Estos volúmenes son explicables por la acumulación de gran cantidad de obligaciones anteriores del Banco, antes que por un sensible incremento de su cartera efectiva, la cual ha disminuido su ritmo de crecimiento debido a los problemas de financiamiento que ya tuvimos oportunidad de destacar. Vista geográficamente la cartera favorece con un 66% al Distrito, Antioquia y Valle.

C. Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. (Sistema UPAC)

La introducción del reajuste monetario, como base de equilibrio del sistema de valor constante, trajo una innovación en materia de amortización de préstamos hipotecarios hasta entonces pagados con el sistema de amortización gradual. Con el nuevo sistema se introdujeron tres formas básicas de amortización. En ANIF hemos propuesto una forma alternativa, de *amortización logarítmica* que busca consultar, para distintos supuestos de inflación, expectativas de ingreso del deudor en valor constante, que le permitan estabilizar su presupuesto en el tiempo. Los préstamos que otorgan las corporaciones de ahorro y vivienda pueden destinarse a: "Constructores", "Construcción de Vivienda Propia", "Adquisición de vivienda ya existente".

Cuadro 11

CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA
CARTERA HIPOTECARIA VIGENTE POR ZONAS GEOGRAFICAS
(millones de \$)

Departamentos	1973	1974 ¹	1974 %
Antioquia	276.3	833.9	11.4
Atlántico	40.1	168.0	2.2
Bolívar	21.3	128.6	1.7
Boyacá			
Caldas	7.9	48.0	0.6
Cauca			
César			
Córdoba			
Cundinamarca			
Chocó			
Distrito Especial	2.424.0	4.635.8	63.3
Guajira			
Huila			
Magdalena	2.3	9.4	0.1
Meta			
Nariño			
Quindío	9.7	29.1	0.5
Risaralda	16.0	60.7	0.8
Santander	110.6	283.4	3.9
Santander Norte			
Sucre			
Tolima			
Valle	379.1	890.4	12.2
Otros	109.3*	241.3	3.3
TOTAL	3.396.6	7.328.6	100
²Variación	390	842	

Fuente: Informes Junta de Ahorro y Vivienda - Cálculos ANIF

*Incluye Cúcuta, Ibagué, Valledupar, Cartago, Girardot, Ipiales, Pamplona, Popayán

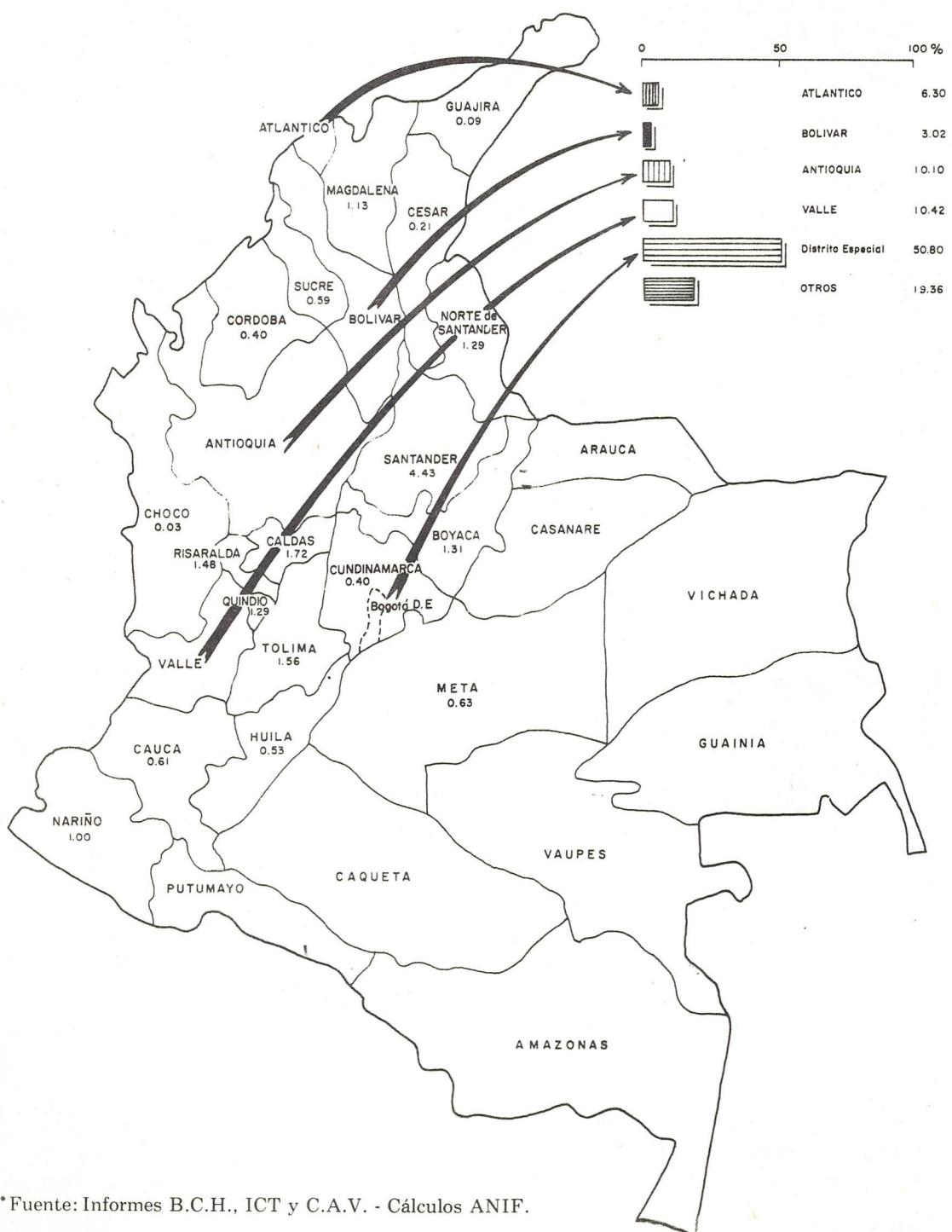
¹Cierre a junio de 1974

²1972 = base 100 - Total de cartera = 87.0

En junio de 1974 el saldo de la cartera vigente del sistema de valor constante llegaba a \$7.328 millones, algo más del doble de la contabilizada en el año anterior. Su concentración geográfica en las zonas de influencia urbana, aquí mencionadas, subía a 86%, razón que obligó al Banco Central Hipotecario a comenzar el desplazamiento de sus recursos hacia las llamadas ciudades intermedias. (Ver Cuadro 11).

Resumen

Gráfico 5

CARTERA HIPOTECARIA VIGENTE
(Dic. 1973)

* Fuente: Informes B.C.H., ICT y C.A.V. - Cálculos ANIF.

El análisis de la cartera vigente consolidada cumple el cometido de indicarnos el potencial de garantías que eventualmente podrían movilizarse para iniciar en Colombia un MSH. En el Cuadro 12 puede apreciarse que el volumen de esta cartera vigente, a diciembre de 1973, era de \$17.143 millones, distribuidos así: un 63.4% en el Banco Central Hipotecario, un 19.8% en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda y un 16.8% en el Instituto de Crédito Territorial.

Cuadro 12

CARTERA HIPOTECARIA VIGENTE (Dic. 1973)
(Millones de \$)

Departamentos	C. A. V.	B. C. H.	I. C. T.	Total	%
Antioquia	276.3	1.093.4	370.4	1.740.1	10.10
Atlántico	40.1	860.4	178.4	1.078.9	6.30
Bolívar	21.3	402.6	97.1	521.0	3.02
Boyacá		147.2	69.2	216.4	1.31
Caldas	7.9	205.7	84.1	297.7	1.72
Cauca		88.9	18.6	107.5	0.61
Cesar		22.0	20.7	42.7	0.21
Córdoba		62.6	16.6	79.2	0.40
Cundinamarca		54.4	27.1	81.5	0.40
Chocó		1.7	4.6	6.3	0.03
Distrito					
Especial	2.424.0	5.197.9	1.068.4	8.690.3	50.80
Guajira		16.9		16.9	0.09
Huila		53.1	38.9	92.0	0.53
Magdalena	2.3	165.0	27.4	194.7	1.13
Meta		65.2	44.5	109.7	0.63
Nariño		106.2	66.0	172.2	1.00
Quindío	9.7	161.7	50.8	222.2	1.29
Risaralda	16.0	183.3	38.5	237.8	1.48
Santander	110.6	509.5	140.6	760.7	4.43
Santander					
Norte		178.6	43.4	222.0	1.29
Sucre		93.4	8.6	102.0	0.59
Tolima		202.2	66.0	268.2	1.56
Valle	379.1	1.001.0	389.5	1.769.6	10.42
Otros	109.3	4.1		113.4	0.66
TOTAL	3.396.6	10.877.0	2.869.4	17.143.0	100
%	19.8	63.4	16.8	100	

Fuente: Informes B. C. H., I. C. T., C. A. V. - Cálculos ANIF

Esta última descomposición se constituye en un valioso instrumento de análisis sobre la forma como podría orientarse una política de satisfacción de vivienda a través del MSH, según niveles sociales de satisfacción. De igual forma, es indispensable una re-signación geográfica de los recursos que en cuantía aproximada al 82% se concentran en Antioquia, Valle y Distrito Especial. Aunque resulta lógico, frente a este fenómeno, ar-güir la concentración de necesidades en estas urbes, también es válido pensar que la mejor manera de evitar tal “aglutinamiento”, que no “urbanización”, es ofrecer estímulos selectivos que reviertan el proceso migratorio campo-ciudades intermedias-metrópolis.

IV- El mercado secundario de hipotecas como alternativa

1. Introducción

En abril de 1964 la Cámara Colombiana de la Construcción hizo un estudio sobre la factibilidad de una bolsa de hipotecas. Para ese año las conclusiones fueron la estrechez del mercado institucional para satisfacer la demanda de crédito hipotecario para vivienda, la desorganización y falta de control del mercado particular y la incapacidad del

mercado para crear la bclsa propuesta, que operaría en coordinación con la lonja de propiedad raíz y la compañía inmobiliaria de seguros.

Se planteó la necesidad de establecer seguros de títulos, que indemnizan por fallas legales en la titulación del inmueble y el seguro hipotecario para protegerse contra el no pago, como elementos indispensables para el éxito de la bolsa; así como la urgencia de establecer un mecanismo de control monetario que protegiera a los inversionistas contra la inflación, proposición que quedaría materializada 8 años más tarde con la creación del sistema de ahorro de valor constante.

El Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico de la Universidad de los Andes complementó ese estudio en el año 1965 para concluir también que era factible la creación de la bolsa, con funciones de comisionista como la bolsa de valores o la lonja de propiedad raíz, prefiriendo la primera, dadas las utilidades altas que tendría que repartir la entidad si distribuyera utilidades como la lonja, reduciendo de esta manera el objeto de la institución. Recomendó que no se mezclaran a la nueva entidad las funciones de bolsa de redescuento hipotecario y martillo forzoso de bienes raíces (por no permitirlo la legislación vigente), banco hipotecario (por la difícil competencia a la cual tendría que enfrentarse), banco fideicomisario (por no existir autorización legal), bolsa de acciones y bonos de propiedad raíz (modalidad de estímulo a la movilización de la propiedad inmueble, que no ha prosperado entre nosotros) y compañía de seguros (por preferir que fuesen las compañías existentes las que cumplieran la función de aseguramiento hipotecario).

Antes de llegar a una formulación alternativa para la constitución de un mercado secundario de hipotecas en Colombia, es procedente que señalemos las *ventajas* que podrían derivarse del mismo:

2. Ventajas

A. Seguridad

El MSH se constituye en una de las inversiones financieras más atractivas, en cualquier mercado de capitales, por el respaldo inmobiliario, considerado, en medios como el nuestro, como la más sólida garantía de una inversión. El elemento seguridad es esquematizable así:

- Seguridad respecto a la hipoteca. El MSH garantiza que el bien que respalda el crédito hipotecario negociado es *suficiente* para el pago de la obligación principal (a través de un avalúo técnicamente realizado), *idóneo* para hacer efectivo, en caso de incumplimiento, el saldo pendiente (estudio de titulación) y *permanente* (por regla general toda la cartera hipotecaria colombiana está respaldada por un seguro contra incendio).
- Seguridad respecto al crédito. A la concesión de todo crédito respaldado inmobiliariamente, antecede un análisis de la capacidad de pago del deudor hipotecario, considerando dentro del factor "riesgo" de esta manera calculado, elementos como expectativas de vida, estabilidad económica, etc. El grado de incertidumbre así establecido puede servir de base de cálculo, para la prima de un seguro del crédito que afianzaría la operación. Es importante a este respecto el destacar que, salvo el caso del ICT, en que se haría necesaria la intervención del Estado a través de un fondo de garantías para evaluar sus operaciones, el factor morosidad no influye significativamente en las carteras del BCH (aproximadamente un 4%) ni en el sistema de valor constante (ninguna).

B. Estabilización del mercado financiero

Con frecuencia, cuando se trata de implantar un MSH se pregunta de dónde saldrá el dinero para el mismo. La realidad es que en todo presupuesto familiar, cualesquiera que sea su cuantía, un determinado porcentaje se encamina a la satisfacción de la necesidad vivienda. En nuestro país dicha cifra puede estar alcanzando magnitudes del orden del

35%. Lo que se produciría entonces sería un cambio de composición de arriendo hacia vivienda propia o de ésta hacia nuevas construcciones. Tal fenómeno lo confirmamos cuando analizamos las cifras relativas al déficit efectivo hipotecario. De otra parte, como también hicimos alusión al hablar del mercado particular, no es desatinado esperar que una parte del mercado extrabancario, que funciona con "reglas de juego" parecidas en cuanto a garantías hipotecarias se refiere, se desplace hacia el nuevo mercado. La forma como el MSH contribuirá a la estabilización del mercado financiero se desprende de los siguientes considerandos:

- Organizando y asignando sistemáticamente el mercado particular del crédito hipotecario.
- Fomentando el ahorro y la liquidez de los intermediarios financieros dedicados a la atención de la industria de la construcción, sin producir atracciones de recursos que perjudican el financiamiento de otros sectores de la economía, ya que en el MSH su capitalización es un efecto retroalimentador y multiplicativo de sus propios recursos.
- Con una tasa competitiva que se aproxime a la tasa de equilibrio deseada.
- Abrirá las puertas de un mercado financiero a largo plazo, compatibilizado temporalmente en su captación y colocación, evitando, por el mecanismo de negociación secundaria a través de bolsa, recompras inmediatas que afectan la liquidez del sistema mismo, producen distorsiones en su funcionamiento y en ocasiones obligan a costosas expansiones monetarias a través de fórmulas y fondos de sustentación.

C. Utilización de garantías

La cartera hipotecaria puede considerarse como un recurso inútil en mercados de capitales como el nuestro; perfeccionada la hipoteca que respalda el mutuo u obligación principal, ésta se lleva a custodia por el lapso que dure el préstamo y solo hasta que se produce el pago de la última cuota se admite la respectiva cancelación hipotecaria. Sin embargo, dicha garantía no solo tiene la seguridad a que hicimos referencia en puntos anteriores sino que, además, presenta la ventaja de que tiende a fortalecerse en el tiempo, cuando, al bajar el saldo de la deuda, está subiendo el valor del inmueble que la respalda.

Cuadro 13

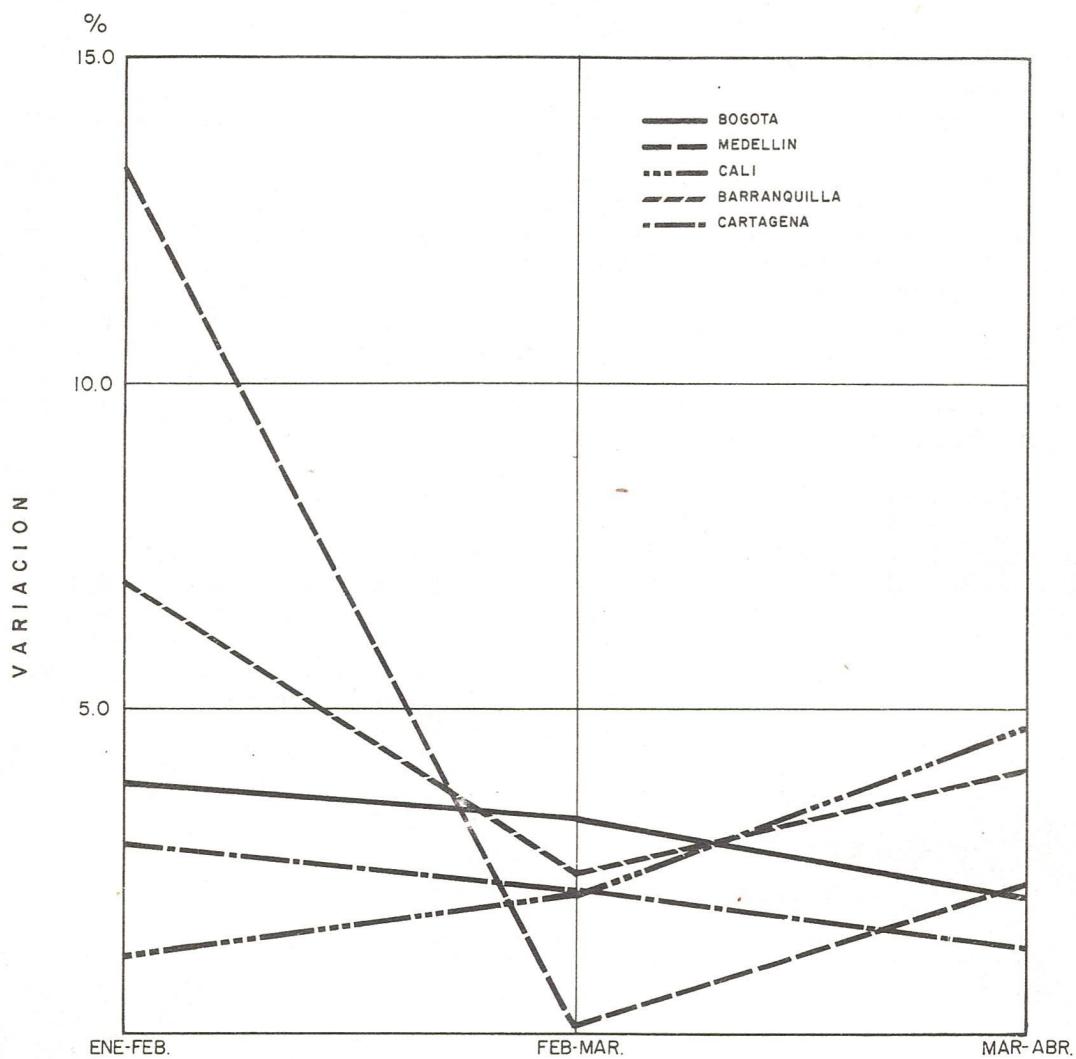
VARIACION EN EL INDICE DE COSTOS TOTAL DE LA EDIFICACION
EN LAS CINCO PRINCIPALES CIUDADES DEL PAIS
(Base: Enero 73=100)

Ciudad	Enero/74	Febrero/74	Ene-Feb. Variación %	Marzo/74	Feb-Mar. Variación %	Abril/74	Mar-Ab. Variación %	Ene-Ab. Variación %
Bogotá	122.73	127.52	3.90	131.77	3.33	134.58	2.13	9.66
Medellín	135.95	158.08	13.34	154.32	0.16	157.87	2.30	16.12
Cali	134.92	136.64	1.27	139.53	2.16	146.22	4.79	8.38
Barranquilla	132.54	141.82	7.00	145.40	2.52	151.37	4.11	14.21
Cartagena	136.06	140.07	2.95	143.18	2.22	145.10	1.34	6.64

Fuente: Boletín trimestral.Cámara Colombiana de la Construcción. Abril de 1974

En el Cuadro 13 presentamos índices de variación relativa de costo total de la construcción, el cual asumimos que se traslada a los inmuebles terminados aumentando el valor de nuevas construcciones y con dicho mayor valor, el de las unidades ya existentes. Razón que además explica porqué el inversionista medio, en tiempos de inflación, busca proteger sus ahorros de dicho impacto, llevándolos a inversión en finca raíz que "se sostiene".

Gráfico 6

VARIACION EN EL INDICE DE COSTO TOTAL DE LA EDIFICACION
EN LAS CINCO PRINCIPALES CIUDADES DEL PAIS

Fuente: Boletín trimestral Cámara Colombiana de la Construcción. Abril de 1974

D. Política de vivienda

El Plan de las Cuatro Estrategias corresponde a la concepción de un modelo desequilibrado de desarrollo; según este esquema, deben buscarse unos sectores impulsadores que, puestos en marcha, produzcan un efecto amplificado sobre los demás sectores de la economía. La construcción respondía, según el plan, al requerido por la táctica impulsadora insensible al ingreso, directamente relacionado con un apreciable número de subsectores, de utilización de mano de obra intensiva y con imagen social (vivienda); la industria de la construcción asumió el liderazgo del proceso de desarrollo. El sistema de valor constante apareció como una alternativa de financiamiento para tales logros. Pero no se integró a los mecanismos de financiamiento de vivienda existentes, creemos nosotros porque la táctica de impulso inicial tenía fines predominantemente económicos y no

tanto sociales, en el sentido estricto de la construcción, o sea, proveer vivienda. Hoy día, el mercado financiero de vivienda no guarda ninguna articulación ni asimetría; en cada organismo existen varias líneas de crédito con distintos plazos, cuantía e intereses; el Instituto está favoreciendo, en parte, a una clase media baja que bien podría satisfacer el Banco incrementando su hoy insignificante cartera popular; de otra parte, el Central Hipotecario se encuentra en una coyuntura crítica supeditado al ritmo lentísimo de amortización de unos préstamos que en buena medida benefician a los sectores altos que antes de la existencia del sistema de valor constante, gestionaba la financiación de sus viviendas por este sistema. Y también existe un alto volumen de demanda insatisfecha para la clase media, desplazada en parte del ICT por su condición de tal obligada a la costosa obtención de recursos UPAC que desequilibran sus presupuestos familiares-tipo. Sería posible completar este análisis hablando de la concentración del crédito hipotecario en las grandes ciudades y la necesidad de reasignarlo geográficamente, dentro de una política descentralista y de impulso a las ciudades medias.

Tales efectos de redistribución *social y geográfica* de la cartera hipotecaria, bien podrían lograrse a través del MSH, unificando criterios y esfuerzos para luego colonizar óptimamente.

3. Las bases de un mercado secundario de hipotecas para Colombia

Existen dos modalidades del MSH:

- a) La que se basa en la cesión directa de un crédito hipotecario específico;
- b) La que opera sobre la base de la emisión de certificados de participación representativos de una totalidad o un bloque de créditos respaldados hipotecariamente.

Aunque no excluimos la forma a), nos parece que la b) satisface mejor las exigencias de un MSH en nuestro medio; así quedará demostrado si nos aproximamos a la enunciación de las características que tendría el mercado:

A. El certificado de participación

- a) Sería un título no causal emitido según las normas analizadas en el capítulo primero;
- b) Ofrecería una tasa competitiva en el mercado, lo más aproximada posible a la de equilibrio, estructurada bien con un solo valor nominal, o con una combinación de tasa y descuento según el período de maduración del título.
- c) Al existir un "mercado secundario", esto es, al quedar sujeta la negociabilidad del título a las fuerzas de oferta y demanda de su propio mercado, debe descartarse la idea de constituir un fondo de sustentación para el sistema, costoso; cuando más, un cupo de emergencia en el Banco de la República para casos extremos de iliquidez;
- d) Eventualmente, podrían establecerse, sobre cálculos actuariales, sorteos periódicos que hicieran aún más atractivo el certificado;
- e) Dicho título-valor hipotecario incorporaría los elementos que conforman la seguridad del título, como una póliza global de amparo, por ejemplo.

B. El sistema

a) Entidades emisoras

i) Instituto de Crédito Territorial

El ICT ha venido cumpliendo con su función social de dotación de vivienda popular dentro de un marco restrictivo impuesto por una persistente escasez de recursos, que tiende a agudizarse en proporción al incremento de la demanda. A una tasa promedio subsidiada del 12% es difícil pensar que el ICT pudiera tener acceso a un MSH cuya tasa de colocación oscila de 21-23%. La forma de alcanzar tal nivel competitivo sería la siguiente:

Revisar la descomposición de su cartera según tasas; nos parece que en algunos casos el ICT está subsidiando niveles de ingresos que no debían verse favorecidos con tasas de privilegio, como es el caso de los programas multifamiliares o los propios préstamos a sus empleados. Resulta comprensible que entidades como el Fondo Nacional del Ahorro, por ejemplo, trabajen con tasas de interés negativas, porque sus recursos son las cesantías de los trabajadores oficiales, pero no es muy claro que el organismo del Estado encargado de impulsar la vivienda barata para las clases desfavorecidas, lo haga respecto a personas de clase media. Así, creemos que mediante la adopción de un mecanismo de amortización adecuado, podría resolverse favorablemente el problema mencionado.

La tasa faltante hasta completar el 23%, bien podría cubrirla el Estado con su asignación presupuestal corriente al ICT. Sería la forma más adecuada de lograr una expansión masiva de recursos y por consiguiente, de soluciones habitacionales. El efecto sobre el mercado de vivienda de invertir el aporte presupuestal en subsidiar el diferencial de la tasa de interés antes que invertir directamente en construcciones significaría una expansión amplificada de dicho mercado.

Claro está que corresponde al estado iniciar el rápido saneamiento de la cartera vigen te, la cual, seguramente, habrá de respaldar y avaluar en la fase inicial del programa.

ii) Banco Central Hipotecario

El BCH venía atendiendo la demanda de vivienda de la clase media y alta. Con la aparición del sistema UPAC, y frente a sus problemas de liquidez ya analizados en este trabajo, su demanda de prestatarios se desplazó hacia las corporaciones de ahorro y vivienda; el valor de los préstamos hipotecarios en valor constante oscila del 26-29%. Es posible presumir que si los individuos que hoy utilizan préstamos en unidades de poder adquisitivo, pagan el costo citado por ellos, es viable elevar la tasa del BCH a niveles inferiores a las del sistema UPAC en 5 ó 6 puntos.

No creemos tampoco que al emitir el BCH certificados de participación hipotecaria se desestimule la colocación de cédulas como han opinado algunos porque cada uno de los títulos corresponde a características y submercados distintos: las cédulas operan a corto plazo con recompra directa e inmediata; los certificados lo harían a mayor tiempo y con un mecanismo secundario de negociación que daría lugar a un margen especulativo que no tiene la cédula.

iii) Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda

La posibilidad de emitir certificados de participación hipotecaria, a una tasa fija, sería una alternativa importante de liquidez para las corporaciones. Sin embargo, dichos títulos no podrían pactarse en valor constante; si pretendemos unificar el MSH no resultaría comprensible que las CAV colocaran sus certificados a un interés mayor. Se trata de que, con un margen de intermediación de dos o tres puntos, puedan abrir una nueva línea de ahorro-préstamo, a un costo fijo (26% aproximadamente), sin que ello implique, porque las modalidades no son excluyentes, que continúen con su cartera en valor constante. Además, es fácil inferir que el nuevo sistema descongestionará su demanda de crédito que, hoy por hoy, alcanza altas cifras. En momentos difíciles para el sistema; cuando se prevé un retiro considerable de sus depósitos a raíz de la supresión de la exención para el reajuste monetario, el MSH puede constituirse en una importante opción para recapitalizar el sistema y consolidarlo a largo plazo.

En las condiciones actuales de la cartera hipotecaria es difícil pensar en negociarla. Pactadas tasas de interés, acordados plazos y sistemas de amortización no podrían imponerse otras reglas de juego a los usuarios del sistema de financiamiento de vivienda para sus préstamos. Por eso el MSH debe empezar a partir de cero, respaldado en una

primera etapa por la cartera hipotecaria vigente, tendrá un costo inicial que será el que resulta de negociar unos certificados iniciales de participación, respaldados por unos fondos inferiores a la ventaja competitiva que ofrecen. Sin embargo, con unos mecanismos dinámicos de recepción de solicitudes de préstamo en las nuevas condiciones, en el caso del BCH y las CAV, o una efectiva y rápida asignación presupuestal, en el del ICT, podrá sortearse un período crítico de arranque hasta que sea la propia cartera del MSH la que respalte y sirva de origen de negociación a los certificados de participación. Logrado un "despegue" éste continuará con efecto sostenido y multiplicativo, como ya anotábamos. No vemos posible que, de otra manera, pueda implantarse un MSH, por lo menos en la forma y con los fines como nosotros lo entendemos y hemos planteado aquí.

b) *Entidades reguladoras*

Serían la Junta Central de Ahorro y Vivienda y la Junta Monetaria, las cuales determinarían las *condiciones* de negociabilidad de los certificados, vigilarían su evolución y sus efectos monetarios. El control de tales disposiciones correspondería a la Superintendencia Bancaria.

c) *La bolsa de valores*

Nos parece inoficioso constituir una bolsa de hipotecas con el fin específico de llevar a cabo transacciones inmobiliarias. Las Bolsas de Bogotá y Medellín han venido regulando el mercado de valores con prestigio y seriedad. Hemos dicho que, salvo ocasionales negociaciones de hipotecas específicas, nos parece que el MSH debería funcionar con certificados de participación que se liberan de la "causa original" de su emisión para hacerlos negociables en forma oportuna e indiscriminada. En este sentido, los certificados serían unos papeles más, como las acciones, los bonos, etc., y su transacción bursátil daría lugar a un margen especulativo alrededor del interés, el descuento, el plazo, los sorteos, etc., que bien puede lograrse en las bolsas existentes en el país.

d) *Corredores hipotecarios*

Serían los propios corredores actuales de bolsa, quienes a su vez podrían buscar formas de asociación con corredores de finca raíz, expertos en negocios hipotecarios, no bursátiles.

e) *Inversionistas*

Serían los intermediarios financieros a través del régimen de inversiones admisibles, los propios constructores quienes se verían motivados a invertir para capitalizar el sistema que financia a los compradores de sus construcciones, los usuarios de los créditos mediante el pago de un % de su préstamo en certificados de participación hipotecaria y los fondos de inversión a quienes se podría abrir, como una última puerta de escape a la difícil coyuntura en que se encuentran colocados, la posibilidad de consolidar pequeñas inversiones en certificados de inversión hipotecaria sobre una cartera compuesta. Además, si una de las condiciones del sistema es su seguridad, representada por seguros reales y personales, como ya vimos, también las compañías aseguradoras podrían vincularse al fortalecimiento del MSH.

No era nuestra pretensión, en esta última parte de la monografía, presentar una fórmula minuciosa y detallada sobre los mecanismos y formalismos del MSH. Analizada su viabilidad jurídica y económica, reseñadas sus ventajas financieras y de orden general, lo que queríamos era destacar una propuesta operacional para el MSH en Colombia.

**DISCURSO DEL DOCTOR MIGUEL URRUTIA MONTOYA, JEFE DEL
DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACION, AL CLAUSURAR EL III
SIMPOSIO SOBRE MERCADO DE CAPITALES**

Señores y señoras:

Es para mí muy grato poder participar en este Tercer Simposio sobre Mercado de Capitales, pues estuve muy vinculado a la organización del Primer Simposio que se efectuó en Bogotá y Medellín en marzo de 1971. Creo que para el sector financiero y el país ha sido útil el estudio público de los problemas financieros, y creo que la política financiera, tanto del Estado como de los intermediarios financieros, se ha enriquecido con las ideas que han surgido del estudio científico del mercado de capitales efectuado en los dos simposios anteriores. Es más, creo que se puede afirmar que el gobierno ha tomado muchas de las medidas que se han recomendado en los simposios mencionados.

Aunque es imposible resumir todas las recomendaciones de los simposios, creo poder afirmar que éstas han estado encaminadas a lograr reformas en el mercado de capitales que faciliten aumentar el ahorro nacional y a facilitar la canalización de éste a las actividades más productivas con el fin de aumentar la tasa de desarrollo del país y aumentar el empleo. Para lograr estos fines se ha recomendado la adopción de tasas de interés más realistas, tanto para el ahorro como para el crédito, y la eliminación de inversiones forzosas que le quitan agilidad al sistema financiero.

El gobierno en estos primeros días de su mandato, y consciente de la importancia de un adecuado desarrollo del mercado de dinero y capital, ha tomado medidas tendientes a mejorar los mecanismos usados en estas áreas en el pasado cuando el problema inflacionario obligó a la autoridad monetaria a tomar decisiones a corto plazo para resolver un problema que es básicamente de largo plazo.

Estudios detallados realizados durante el curso de los últimos años, indican la relación positiva entre el crecimiento de la oferta monetaria y el aceleramiento de la inflación. Al observar el comportamiento de la base monetaria se destaca el déficit gubernamental como principal factor expansivo de la misma. De allí, el esfuerzo realizado tendiente a reducir el déficit gubernamental, como condición básica para alcanzar la meta de una moneda sana.

La política monetaria como se ha practicado en las últimas dos décadas probablemente no ha contribuido a mejorar la extrema desigualdad en la distribución de los ingresos. Desde este punto de vista, su aspecto más perjudicial ha sido el mantenimiento de tasas de interés administrativas reguladas a precios bajos. El establecimiento de controles directos a los intermediarios financieros ha fomentado el establecimiento de mercados paralelos. El control de las tasas de interés ha contribuido a que los intermediarios financieros, con el fin de cumplir las regulaciones existentes, racionen el crédito, poniendo mayor énfasis en las ganancias y negocios colaterales que las empresas puedan ofrecer que en la rentabilidad social de las mismas. Es por esa misma razón, que bajo el supuesto de una tasa de ahorro dada en una economía, de no haberse liberalizado los controles existentes, podrían producirse efectos nocivos para la tasa de desarrollo. La manera más clara de aumentar la productividad de la economía es asegurar que a través del mercado de capitales se canalice el capital hacia los sectores más productivos y no hacia los más protegidos.

De acuerdo con las condiciones existentes en el área de mercados de capital y dinero se han tomado disposiciones tendientes a aumentar las funciones del Banco de la República y la Junta Monetaria como autoridades monetarias, o sea mejorando su capacidad para determinar la cantidad nominal de dinero que existe en el país. A la vez, se ha dado

una nueva orientación a las relaciones entre las autoridades monetarias y el sistema bancario, al transferirle a este último mayor autonomía y responsabilidad en el manejo de sus funciones, tratando así de simplificar y facilitar el manejo monetario por una parte y perfeccionar el mercado de capitales y promover un ambiente monetario estable por otra.

Para aumentar la autonomía y responsabilidad de los intermediarios financieros, se disminuyó el encaje del 41% al 39% sobre depósitos a la vista y antes de 30 días, pues con niveles muy altos de encaje el sistema financiero no tiene la flexibilidad suficiente para suministrar crédito oportunamente, lo cual disminuye su productividad. En materia de sanciones por desencaje se introdujeron cambios de fondo, al suprimirse la reducción de las colocaciones. En relación con el acceso de los bancos al Banco de la República, se reordenó el cupo ordinario de crédito señalándolo en un 50% del capital pagado y reserva legal de cada banco. La diferencia con el reglamento anterior estriba en el monto, la transitoriedad del uso y el costo del crédito. Con el mismo fin de facilitarles liquidez a los bancos para su normal funcionamiento se les autorizó a efectuar entre sí préstamos y descuentos de operaciones a corto plazo, a una tasa de interés fijada contractualmente por las respectivas unidades. Todo esto tiende a facilitar el otorgamiento oportuno de crédito. Se podría decir que la falta de flexibilidad del sistema en el pasado ha sido causa importante de la falta de oportunidad del crédito.

De otra parte, se abandonó el sistema de limitar las colocaciones, pues en Colombia este sistema se reflejó en forma general en un rápido crecimiento de los renglones no sujetos a límites y muy pequeño en los renglones computables. Además, ese tipo de restricciones indujo a los bancos a crear subsidiarias sujetas a menores regulaciones.

El gobierno tiene la idea de devolverle al Banco de la República su papel de banco central y autoridad monetaria, desligándolo poco a poco de sus funciones como entidad de fomento adquiridas en el pasado reciente, al convertirse a través de la política de redescuento en instrumento para asignar recursos de la economía. La filosofía es devolverle al sector privado la capacidad de asignar el crédito a las actividades más rentables y descentralizar la toma de decisiones en esta materia al darle mayor iniciativa al sector financiero.

Por otro lado, como un avance de la política monetaria, el gobierno desea utilizar las operaciones de mercado abierto. Con este fin ha procedido a emitir y colocar títulos representativos de la deuda pública y se crearon los pagarés de emergencia.

El gobierno también desea aumentar la contribución del mercado de capitales y los intermediarios financieros al desarrollo económico no sólo por el lado de uso de los fondos, sino también en la fuente misma de éstos (pues el control a las tasas de interés en Colombia se ha realizado no sólo sobre el uso de los fondos sino también sobre los mecanismos de captación). Por ejemplo, la Ley ha mantenido las tasas de interés pagadas a los ahorradores artificialmente bajas, tanto por controles directos como por los requisitos de inversiones forzosas de la mayoría de los fondos de las instituciones de ahorros, en papeles del gobierno y con una tasa baja de interés.

El gobierno ya ha comenzado a rectificar esta política y continuará en la medida de lo posible disminuyendo el peso de las inversiones forzosas para facilitar el aumento en el rendimiento del ahorro. Esta política facilitó aumentar el rendimiento de las cuentas de ahorro y facilitará futuros aumentos en este interés para irlo colocando en niveles positivos en términos reales. La nueva política de libertad en las inversiones de las compañías de seguros de vida también hacen atractivo este tipo de ahorro, que en la mayoría de los países constituye el principal ahorro financiero de las familias. Sobre ahorro privado se puede hablar mucho pero la única manera de aumentarlo es hacerlo rentable.

Por ejemplo el UPAC aún después de impuestos es hoy en día rentable, como lo muestra el Cuadro 1. Para una persona con rentas bajas el rendimiento del UPAC es de más de 24%, mientras que para personas de rentas altas (un millón de pesos) el rendimiento después de impuestos es superior al 17%. Si dado el desenvolvimiento de la economía se establece, y espero que esto no ocurra, que una tasa tan alta como esta no capta ahorro, el gobierno estudiaría la posibilidad de autorizar intereses mayores sobre el UPAC, pues como ya lo expresé no vamos a restringir la captación de ahorro.

Cuadro 1

RENDIMIENTO EFECTIVO ANUAL DE UNA INVERSIÓN
EN UPAC DESPUES DE IMPUESTOS

Renta Líquida total anual R1 + R2	R1/R2=0.2	R1/R2=0.5	R1/R2=1	R1/R2=2
20.000	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%
50.000	23.2%	23.5%	24.0%	24.3%
100.000	21.6%	22.0%	22.7%	23.4%
200.000	19.3%	19.8%	20.8%	21.8%
500.000	18.0%	18.3%	18.5%	19.0%
1.000.000	17.0%	17.4%	17.5%	18.2%

NOTAS: 1) R1 = Renta proveniente de la corrección monetaria
 R2 = Renta no ocasional proveniente de otras cuentas.

2) Se supone la inversión en cuenta de ahorros (interés 4%) y un 20% de corrección monetaria.

3) Se grava (como ganancia ocasional) la parte de la corrección monetaria que excede de 8%.

4) El rendimiento para inversionistas con las máximas tasas de gravamen sería de 17.0% en cuenta de ahorros y de 17.7% en certificados.

Las tasas de interés para los depósitos a término eran igualmente irreales e incapaces de incrementar el ahorro de las personas a las cuales iban dirigidas. Por otro lado, su emisión estaba sujeta a la aprobación de la Superintendencia Bancaria, el encaje era del 19% y su monto máximo equivalía sólo al 7% del capital y reserva. Todos estos factores contribuyeron a que el sistema no funcionara. Ya por la Resolución 12 de 1974 se hizo una nueva reglamentación en el sentido de autorizar a los bancos a expedirlos hasta por el 50% del capital y la reserva legal, se dio libertad para fijar la tasa de interés que reconocerían a los depositantes, se redujo el encaje al 1% y se suprimió el requisito de presentar un plan a la Superintendencia Bancaria.

Ahora, el gobierno consciente de que el límite del 50% podría aún estar corto y deseoso de aumentar el ahorro a largo plazo, incrementó este límite hasta el 100%. En adelante, estos recursos podrán aplicarse a cualquier clase de actividades y la tasa de interés que cobra el intermediario no podrá exceder de cinco puntos a las que devenguen los certificados. El nuevo mecanismo ya ha captado sumas importantes de nuevo ahorro.

No obstante, vale la pena anotar que el gobierno, consciente del efecto que podría causar la eliminación de la exención de impuestos sobre los ahorradores en UPAC procedió a establecer que las utilidades producidas por el sistema UPAC estarán exentas en un 8%, que precisamente es el monto de la renta presuntiva que se aplicará a todos los patrimonios, para que en esa forma los ahorros en UPAC no se graven en una proporción que coincide con el nivel histórico de inflación en el país. Con los requisitos acerca del encaje, relación de préstamos aprobados a recursos captados y reglamentación sobre capital y reserva legal de las corporaciones de ahorro y vivienda se dio además una mayor solidez al sistema. En esas condiciones se puede decir sin lugar a equivocación que el ahorro en UPAC queda en situación privilegiada en la nueva legislación fiscal, pues ni siquiera los papeles del Estado gozan del régimen preferencial de estos ahorros.

En los dos últimos simposios sobre mercado de capitales, se hizo énfasis en la competencia desleal de los papeles oficiales en el mercado de capitales y la urgencia de reclasificar las tasas de interés y liberar las inversiones forzosas. El gobierno ha realizado pasos importantes en ese sentido con el fin de disminuir los privilegios de los papeles estatales en el mercado de capitales. Esto le devuelve a las empresas privadas la posibilidad de capitalizarse a través de colocación de bonos y acciones en el mercado de capitales. Con las exenciones a los papeles estatales y las UPAC la capitalización privada se había vuelto imposible y la única fuente de recursos para inversión era el endeudamiento ex-

terno y los préstamos de fomento del Banco de la República. Fuera de ser esta situación eminentemente inflacionaria, se habían sacado a las corporaciones financieras y sociedades anónimas del mercado de capitales, haciéndose imposible la capitalización de estas últimas a través de las bolsas de valores y aún de las corporaciones. En relación con la distribución del ingreso, premisa básica en los programas del actual gobierno, la eliminación de la exención de impuestos reduce la más alta rentabilidad que habían obtenido los inversionistas de más altos ingresos. Se ha comprobado además, que los fondos baratos obtenidos por las instituciones que emiten papeles exentos de impuestos no se dirigen a subsidiar programas de inversión que beneficien los sectores más pobres de la economía.

En resumen, las medidas tributarias recientes introducen el principio de equidad al mercado de capitales. No era posible dejar que quienes tuvieran mayores rentas y capitales pudieran aumentarlas más rápidamente que los ahorradores modestos gracias a los privilegios que les otorgaba el mismo Estado.

Finalmente, me gustaría referirme a otra medida fiscal que afecta el mercado de capitales. Me refiero al establecimiento del impuesto sobre ganancias ocasionales. Como ya saben ustedes, este impuesto no se aplicará sobre las ganancias anteriores al 31 de diciembre de 1974, y de ahí en adelante, gravará la valorización nominal pero no real causada por un proceso normal de inflación. Concretamente estará exenta la valorización hasta del 8%. Como se verá en el Cuadro 2, con este sistema no se gravan las acciones pues éstas, en Colombia, nunca se han valorizado en esta cuantía anual durante períodos largos.

Cuadro 2

INDICE DE COTIZACION DE ACCIONES
(1958 = 100)

	Total	Variación
1958	100.0	—
1959	102.9	+ 2.9
1960	98.1	- 4.67
1961	99.0	+ 0.91
1962	102.2	+ 3.23
1963	104.3	+ 2.05
1964	115.0	+10.25
1965	98.6	-14.27
1966	92.9	- 5.79
1967	108.2	+16.46
(1968 = 100)		
1968	100.0	—
1969	116.6	+16.6
1970	128.4	+10.12
1971	108.4	-15.58
1972	93.1	-14.11
1973	100.0	+ 7.41

Pero se dice que la inflación es actualmente superior al 8%. Esto es verdad y quisiera exponer aquí parte de la filosofía implícita en un gravamen por ganancias ocasionales cuando éstas sean superiores al 8%.

En primer lugar, en Colombia y en todo el mundo, las ganancias ocasionales son la principal fuente de ingresos de las personas más acaudaladas. En Colombia las pocas grandes fortunas que hay se han hecho con las importaciones y las ganancias sobre valorización de tierras y bienes. La filosofía del gobierno es que las fortunas del futuro se hagan en las exportaciones y en la actividad productiva. No era posible dejar que los impuestos corrieran por cuenta de quienes trabajan y dejar exentas las rentas de quienes se dedicaban a esperar a que quienes trabajan le causaran valorización a sus bienes. En todos los países capitalistas se gravan las ganancias ocasionales, y donde se gravan más

débilmente como en Francia, existe una mala distribución del ingreso y movimientos políticos de mucha fuerza que no consideran viable el sistema de empresa privada.

Finalmente, quisiera plantear una teoría más de ciencia política que de economía. En Colombia la inflación ha beneficiado a los dueños del capital y perjudicado a los trabajadores en el pasado. Entre otras razones porque la inflación aumentaba las cargas tributarias de las rentas de trabajo, dejando exentas las ganancias de capital que facilitaba la inflación. Por eso había una gran presión sobre el Estado y la autoridad monetaria por parte de los interesados en que hubiera inflación. El gravamen a las ganancias de capital une a todo el país en contra de la inflación. Este gravamen puede llevar a un consenso alrededor de una política monetaria y fiscal no inflacionaria. Espero que esto ocurra.

INDICE DE AUTORES, NOMBRES CITADOS, MATERIAS,
CUADROS Y GRAFICOS

—A—

Acerías Paz del Río, 66

Agencia Internacional para el Desarrollo, 77

Ahorro:

- acceso, 56
- cajas de, 16
- desarrollo, 24
- doméstico, 24
- incremento, 56
- instrumentos de captación, 16, 22
- interno, 17
- rotatorio, 68
- sistemas, 24
- transferible, 207
- tributación, 57

Alviar Oscar, 7

Arps Ludwig, 134

Asociación Bancaria de Colombia, 15, 16, 17, 18, 21, 23, 93, 188

Asociación Colombiana de Compañías de Seguros, 24

Asociación Colombiana de Actuarios, 154

—B—

Balanza:

- cambiaría, 92, 100
- cambiaría ajustada, 73, 74, 77
- comercial, 49
- corriente, 93
- de capitales, 94
- de pagos, 93, 94

Banco Central Hipotecario:

- apoyo al ICT, 55
- cartera vigente, 214
- cédulas hipotecarias, 16, 26, 54, 64, 67, 206
- como banco de segundo grado, 66
- déficit efectivo, 203, 206
- instrumentos, 24
- inversión en cédulas, 26
- y el crédito hipotecario, 200

Banca de Desarrollo:

- en América Latina, 102
- en Colombia, 101

Banco de la República

- autorización para constituir depósitos en los establecimientos bancarios, 29
- crédito, 17, 28, 37, 38, 44, 54, 79
- depósitos previos, 91
- estimativos, 24
- fondos financieros, 17, 55
- Junta Directiva, 26
- ley orgánica, 16
- organización de los simposios sobre mercado de capitales, 15, 18, 21, 23
- política de redescuento, 17, 24
- recursos, 108
- redescuentos a fondos financieros, 54
- y las operaciones de mercado abierto, 91

Banco Mundial, 108, 128

Bancos comerciales

- colocaciones, 28
- recursos, 17
- y corporaciones financieras, 112

Barro Robert J., 50, 72

Base monetaria, 49, 50, 71, 74, 75
Benítez de Lugo, Luis, 156

Berry Albert, 126

Bloch Ernest, 174

Bolsa de Bogotá, 23, 183, 191, 192, 193

Bonos de Desarrollo Económico

- Características, 16, 26
- liquidez primaria, 54
- recursos de, 67
- rendimiento, 16, 26

Bonos de empresas, 16

Bonos hipotecarios, 197

Botero de los Ríos, Germán, 7

—C—

Caja Agraria, 24, 28

Capital, 24

Carrizosa Mauricio, 42

Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, CEMLA, 177

Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico,
CEDE, 202, 218

Certificado de abono tributario, 44, 57, 89, 91, 96

Certificados de depósito:
características, 26
emisión, 26
emitidos por los bancos, 16
préstamos con fondos provenientes de, 16

Certificados de participación hipotecaria, 197

Childs, John F. 176, 183

Compañías de Seguros
inversiones forzosas, 28, 17

Corporaciones de Ahorro y Vivienda
autorización para otorgar préstamos industriales, 27
cartera vigente, 215
déficit efectivo, 209
depósitos, 16
sistemas de amortización, 24
ventajas, 24
y el mercado financiero hipotecario, 209

Corporación Financiera Popular, 63

Corporaciones Financieras
actividades en el mercado institucional de crédito, 110
asignación de recursos, 24
balances consolidados, 115
bonos, 16, 111
capital pagado, 109
cartera, 112, 113, 114, 116, 119, 120
colocación de valores, 184, 186
depósitos a término, 109
desarrollo, 83
distribución del crédito, 122
flujo de fondos, 107
fuentes de fondos, 108, 110
privadas, 101
rendimiento, 16
usos de fondos, 111, 112

Cortés Humberto, 17, 24, 163

Crédito
al sector exportador, 97
al sector público y al sector privado, 81
crecimiento, 83
de corto plazo, 82
de fomento, 24
distribución del, 82
externo, 76
interno, 76, 79, 84
interno del Banco de la República, 73, 78
para adquisición de acciones, 190
total, 82

Cuasidinero
velocidad de rotación, 69

Curva de Phillips, 43

Cox P. R., 155

Craig, J. D., 158

—D—

De Oteysa, José Andrés, 175

De Pombo, Joaquín, 105

Déficit:
de caja, 76
de tesorería, 59
efecto inflacionario, 78
gubernamental, 49

Delorme Hermann, 173

Demanda:
del sistema bancario por reservas, 72
por dinero, 75
por la base monetaria, 72
por medios de pago, 72

Departamento Nacional de Estadística, DANE,
27

Departamento Nacional de Planeación, DNP, 7,
24, 225

Depósitos
a término, 64
de importación, 73, 80

Diamond W., 102

Díaz-Alejandro, Carlos, 91

Dinero
características, 33
demanda de, 34
determinantes de la demanda, 33
función de demanda, 33
velocidad de rotación, 69

Dirección de Impuestos Nacionales, 57

Dublin L. I., 158

—E—

Eckaus, R. S., 103

Economía del seguro, 24, 145, 149

Ecuación cuantitativa, 34

Elasticidad de la demanda, 73

Encaje
cambios, 51
relación de, 50
sobre moneda extranjera, 99

Endeudamiento externo, 90

Estado
financiación de sus actividades productivas,
60
intervención, 15

Expansión monetaria, 73

Exportaciones

crecimiento, 92
promoción, 89, 96

—F—

Federación Nacional de Cafeteros

bonos cafeteros, 16
compra de títulos de participación, 58
crédito del Banco de la República, 44
Fondo Nacional del Café, 61

Fernández, José Román, 7

Figueroa Alejandro, 87

Financiación:

capital de trabajo, 63
cartera industrial, 63
Estado, 60
existencias, 63
inversiones a largo plazo, 66, 67
procesos productivos, 51
sector cafetero, 61
ventas a plazo, 62
vivienda y el desarrollo urbano, 64

Fondo de Ahorro y Vivienda - FAVI, 27, 54, 65

Fondo de Contratistas de Obras Públicas, 76

Fondo de Desarrollo Urbano, 54, 65

Fondo de Inversiones Privadas:

créditos, 27
destino de inversiones, 129
tasas de interés, 27
traslado, 54
y operaciones underwriting, 189

Fondo de Promoción de Exportaciones, 76

Fondo Financiero Agrario, 16

Fondo Financiero Agropecuario:
actividades financierables, 27, 80
créditos de largo plazo, 54
medidas sobre el, 54
medidas sobre préstamos, 27, 54

Fondo Financiero Industrial, 54, 63, 64, 105, 129, 189

Fondo Monetario Internacional, 21

Franco Holguín, Jorge, 184

Friedman Milton, 34, 43

Fundación para el Fomento de la Investigación Científica y Tecnológica, 54

Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo, 64, 65, 108, 111, 112, 113, 154

—G—

Galveas Ernane, 45

Ghihlazza Sergio, 46

Gómez Otálora, Hernando, 7, 15, 16, 23, 42, 64, 108, 124, 129

González Miguel Angel, 18, 24, 128

Grupo de Estudio de las Instituciones Financieras, 23

Gurley John G., 168

Gürtler Max, 142

—H—

Hernández Gamarra Antonio, 17, 88, 89, 130

Holt Charles, 190

Hommes Rudolf, 101

—I—

Inflación

causas, 47
de costos, 47
desventajas, 43
distorsiones, 22
enfoque monetarista, 48
importada, 47, 73
proceso inflacionario, 22, 42
relación con el crecimiento, 43
repercusiones en el seguro, 135
sicológica, 48
ventajas atribuidas a la financiación inflacionaria, 43
y el mercado de capitales, 47

Ingreso

distribución, 17
nivel de, 48

Instituto de Crédito Territorial, ICT, 54, 55, 64, 65, 84, 202, 204, 205, 213

Instituto de Fomento Industrial, IFI, 54, 55, 118

Intermediación financiera, 124, 125, 126, 149, 168

Inversiones forzosas

liberación, 28, 64
modificación, 28
régimen, 17, 64

—J—

Jaramillo Rodrigo, 17, 24, 163

Junta Monetaria

establecimiento de encajes, 29
limitaciones básicas, 16
objetivos de estabilización, 15, 39, 41
reglamentaciones sobre redescuento, 28

—L—

López Michelsen Alfonso, 15

—M—

Madrinan Ramón Eduardo, 17, 24, 163

Marcowitz H., 125

Marmorek Jorge, 7, 24

Mecanismos de underwriting
bases, 167
financiación de proyectos a largo plazo, 67

Medios de Pago
aumentos, 35, 44, 74
cuantía, 23, 71
multiplicador, 39
y sus determinantes, 85

Mejía Palacio Jorge, 7

Mercado de capitales
brasileño, 45, 46, 47
canalización del ahorro, 51
características propias, 124
contribución a procurar la estabilización y
promover el crecimiento, 44
contribución al control de la inflación, 50
desarrollo normal, 22
desarrollo reciente, 21
efectos sobre la demanda por dinero, 50
eficiencia, 51
estrategias, 44
flexibilidad de las tasas de cambios, 52
foráneos, 53
inestabilidad de la inflación, 52
mexicano, 47
nacional, 69
relaciones con el manejo de la tasa de cam-
bio, 52
relaciones con la política de precios, 52
y la política financiera, 53, 58
y la regulación monetaria, 58

Mercado extrabancario, 62, 63, 212

Mercado financiero hipotecario
cartera vigente, 217
institucional, 202
particular, 211

Mercado primario de valores, 175

Mercado monetario, 51

Mercado secundario de hipotecas
bases, 221
como alternativa, 217
conceptos y antecedentes, 195, 198, 199
factibilidad económica y financiera, 201
posibilidad de su implantación en Colombia,
194
potencial de financiación, 65
Moore Thomas Gale, 190
multiplicador
de la base monetaria, 81
y medios de pago, 75

Musalem Alberto, 34, 88

—O—

Oferta de dinero
comportamiento, 36
fijación exógena, 40
relación con precios, 36

Oferta de la base monetaria, 72

Oferta monetaria
cambios, 49
determinación, 34, 49
fórmula, 49

Operaciones de mercado abierto
objetivos, 51
utilización, 28, 44, 51, 58, 59

Ortega Francisco J., 15, 16, 23, 33, 88, 89, 129,
130

Osorio Alfonso, 108

—P—

Pardo Vargas Fernando, 15, 16, 21, 23, 108, 129

Patrick Hugh T., 171

Pérez de Brigard Hernán, 167

Pieschacón Camilo, 17, 18, 23, 24, 134, 154, 156,
163, 167, 170, 175, 184

Pieschacón Francisco, 24, 42

Política:
cambiaria, 91
comercial, 91
de crédito, 17, 124
de importaciones, 90, 98
de redescuento, 80
de vivienda, 220
económica, 87
financiera
del gobierno, 25
en el Brasil, 46
en México, 47
y el mercado de capitales, 53
fiscal, 87, 91
monetaria:
antiinflacionaria, 38
autoridad monetaria, 23
brasileña, 46
control monetario, 16, 22, 28
de encaje, 28
función estabilizadora, 37, 41
incidencia en el proceso inflacionario, 33
oferta monetaria, 22
operaciones de mercado abierto, 28
responsabilidad de la inflación, 37
y cambiaria, 88
y el sector externo, 87
y fiscal, 91
y nivel de precios, 33
tributaria:

- aumento de tarifas a las sociedades de personas, 18
exenciones, 16, 17
gravámenes a las utilidades ocasionales, 18, 57
reforma, 99
supresión de exenciones, 18
y el ahorro, 57
- Precios
del petróleo, 22
índices, 36
- Predergast William A.*, 184
- Presupuesto
de caja, 73, 75
de importaciones, 98
nacional, 73, 75
- R —
- Recursos financieros
distribución, 81
fuentes, 54, 55
internos, 66, 78
provenientes del ahorro, 67
usos, 54, 55
y las operaciones underwriting, 188
- Rendimiento
efectivo de una inversión en UPAC, 227
nominal, 48
- Reservas internacionales
acumulación, 39, 59
incrementos, 59, 61
manejo, 39, 59
y la expansión monetaria, 83
- Rhoades John H.*, 105
- Rodado Carlos*, 24
- Rosas Gabriel*, 24
- Rosas Luis Eduardo*, 34, 50
- S —
- Salazar Pablo*, 87
- Salcedo Alvaro*, 7
- Schlesinger Daniel*, 15, 21, 23
- Shaw Eward*, 168
- Shelton John P.*, 190
- Seguro:
a primer riesgo, 136
con franquicias, 144
de sumas o de indemnización fija, 144
de valor total, 143
distribución de los costos, 136
parcial, 143
- SIGMA*, 147
- Simonsen Mario Henrique*, 45
- Simposio sobre Mercado de Capitales
1971:
realización, 22
repercusiones, 23
- 1973:
antecedentes y desarrollo, 22
balance, 18
conclusiones, 25
evaluación, 21
organización, 15
participación, 23
principales tópicos, 25
recomendaciones, 25
repercusiones, 17
- 1974:
balance, 18
organización, 15
unidad temática, 44
- Sistema de valor constante:
ajustes, 27
control, 22
líquidez, 22
modificación, 22
- Sistema financiero, 53
- Sistema monetario internacional, 21
- Sociedad anónima
descapitalización, 23
estímulos a acciones de, 57
- Sociedades:
de capitalización, 24
gravamen, 18
problemas que confrontan, 18
sistemas de financiación, 18, 23
- Sociedades administradoras de inversión, 29
- Solís M. Leopoldo*, 46
- Soto Luis Guillermo*, 24
- Sprin Kel W.*, 190
- Storr-Best R. H.*, 155
- Superintendencia Bancaria, 109
- T —
- Tasa:
de cambios, 52
de crecimiento en la cantidad de dinero, 48, 49
de devaluación, 98
de inflación, 52
promedia de crecimiento real del producto, 48, 49
- Tasas de interés
diferenciación por riesgo, 124
distorsión, 83
elevación, 26
estructura, 15, 23

INDICE

- nivelación, 15, 16, 25
 para préstamo, 26
 política, 15
 reestructura, 15, 23
- Teigen* Ronald, 35, 40
- Teoría cuantitativa, 34
- Teoría de la inflación, 49
- Títulos de fomento agropecuario, 16
- Treadway* Peter, 166, 167
- Turbay* Gabriel, 101
- U —
- Underwriting
 aspectos teóricos, 168
 costos de una operación, 179
 esquema de un mecanismo para Colombia,
 187
 esquema operacional, 176
 mecanismo de, 167
 tipología de las operaciones, 178
- Unidades de poder adquisitivo constante
 inversión en, 26
 liquidez, 25, 56
 rendimiento, 16, 57, 65, 227
 recursos de, 67
- V —
- Urdinola* Antonio, 51, 56, 67, 87
- Urrutia* Montoya Miguel, 7, 126, 225
- Utilidades
 por interés, 159
 por mortalidad, 157
 por recargos actuariales, 160
 técnicas, 154, 156, 160
- W —
- Velocidad de rotación del dinero, 69
- Von Humboldt* Wilhelm, 134
- Z —
- Wai* U. Tun, 171
- Wundham* Robertson, 173, 180